

PAPER DETAILS

TITLE: HISSE SENEDİ PIYASALARININ FINANSAL TABLO DUYURULARINA TEPKİSİ VE BU
TEPKİNİN BÜYÜKLÜĞÜNÜ BELİRLEYEN ETMENLER: LİTERATÜR İNCELEMESİ

AUTHORS: Ergün KÜÇÜK

PAGES: 163-184

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/30502>

HİSSE SENEDİ PİYASALARININ FİNANSAL TABLO DUYURULARINA TEPKİSİ VE BU TEPKİNİN BÜYÜKLÜĞÜNÜ BELİRLEYEN ETMENLER: LİTERATÜR İNCELEMESİ

Ergün KÜÇÜK^(*)

Özet: Finansal tabloların kaliteli olabilmesi, önemli ölçüde, kullanıcıların (yatırımcı, kredi verenler vb.) ihtiyacına uygun bilgi sunabilmesine bağlıdır. Finansal tabloların ihtiyaca uygun olması, tablolardaki bilginin kullanıcının karar sürecine ne ölçüde katkıda bulunduğuyula ilişkilidir. Bu katkının anlaşılması, finansal tabloların daha kaliteli hale getirilebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı; hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına yönelik tepkisini ve söz konusu tepkinin büyüklüğünü belirleyen nedenleri araştıran literatürü özetlemektir. Çalışmada, özellikle; finansal tablo duyurularına verilen piyasa tepkisi büyüklüğünün, işletmeden işletmeye neden farklılık gösterdiğini tesbit etmeye yönelik teorik ve ampirik temelli çalışmalara değinilmektedir. Bu çalışmanın, ilgili konuda, Türkiye örneğinden hareket eden ampirik çalışmaların yapılmasına kapı aralaması arzu edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kazanç Duyurularının Bilgi Değeri, Kazançlara Tepki Katsayısı (KTK), Beklenmeyen Kazanç Duyuruları, Anormal Getiriler.

MARKET RESPONSE TO EARNINGS ANNOUNCEMENTS AND DETERMINANTS AFFECTING MAGNITUDE OF MARKET RESPONSES TO UNEXPECTED ACCOUNTING EARNINGS: A LITERATURE REVIEW

Abstract: The quality of earnings announcements to a great extend depends on the information they provide for the needs of the users (investors, creditors etc.). The usefulness of earnings announcements is related with to what extent the information contributes to the decision-making process of the user. In order to improve the quality of earnings announcements, it is necessary to understand this contribution. The aim of this study is to provide a literature review of the research on the market response to earnings announcements and on the determinants of the magnitude of this response. The study specifically focuses on theoretical and empirical research about the different responses of various firms. The aim of the study is to promote empirical research based on Turkish case about the issue.

Keywords: Information Content of Earnings Announcements, Earnings Response Coefficient (ERC), Unexpected Earnings Announcements, Abnormal Returns.

I. Giriş

Finansal tabloların kaliteli olabilmesi için taşınması gereken en önemli niteliklerden birisi; kullanıcıların (yatırımcı, kredi verenler vb.) ihtiyacına uygun bilgi sunabilme özelliğidir. Finansal tabloların bu özelliğe sahip olabilmesi, öncelikle, finansal tabloların işe yarar bilgi sunması ve/veya ilişkili (relevance) bilgi ihtiva etmesini gerektirmektedir¹. Nitekim finansal tablonun

^(*) Yrd.Doç.Dr., Erciyes Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü.

amacına ilişkin olarak yapılan açıklamaların odak noktası; finansal tablo kullanıcılarının işletmeye yatırdığı ve/veya yatıracağı değerlerden gelecekte sağlayacağı muhtemel nakit akışlarıyla ilgili değerlendirme yapmasını sağlayacak yararlı bilgiler sunabilmesidir.

Finansal tablolardaki bilginin kalitesi, sunulan bilginin işe yararlık özelliğinin daha fazla olmasıyla ölçülebilir. Muhasebe bilgisinin ilişkili olması, karar alma sürecine etki edebilme kapasitesine bağlıdır. Öyle ki, bu bilginin mevcut olmaması haline kıyasla, ilişkili bilginin varlığı; karar alma sürecini farklılaştırır. Bu nedenle, karar alma sürecini etkilemeyen bilgi; ilişkisiz sayılır. İlişkili bilgi, kullanıcıların geçmişteki, şimdiki ve gelecekteki olayların nihai sonuçları hakkında öngörülerde bulunmasına yardım eder. Buna bilginin öngörüsül değeri denir. İlişkili bilginin geçmiş dönemlerdeki beklentileri doğrulaması ve/veya düzeltmesi özelliğine ise muhasebe bilgisinin geri dönüşümsel değeri denir. İlişkili bilginin zamanındalık özelliği ise, bilginin karar sürecine etkide bulunma kapasitesini kaybetmeden önce kullanıcıların hizmetine sunulması gereğini vurgulamaktadır. Muhasebe bilgisinin ilişkili olabilmesi için yukarıda sayılan öngörü, geri-besleme ve zamanındalık özelliklerinin hepsine birden sahip olması gerekir.

Bilindiği üzere, muhasebe, bir bilgi sistemi olarak nitelendirilmektedir. İşte bu sistem, finansal tablolar yoluyla finansal tablo kullanıcılarının (özelde yatırımcı) ihtiyaç duyduğu bilgileri sunmayı amaçlamaktadır. Hisse senedi yatırımcıları örneğinden hareket ettiğimizi kabul edelim. Bu durumda, yatırımcıların ihtiyaç duyacağı bilgi, yatırımcının ilgili şirketle ilgili kanaatlerini revize etmesini sağlayacak nitelikte olmalıdır. Eğer yatırımcı açıklanan muhasebe bilgisini yararlı görmüyorsa bu durumda ilgili şirketin hisse senedine yönelik alım veya satım yönünde bir davranış sergilemeyecektir. Alım ve satımın olmadığı bir ortamda da hisse senedine (şirketin piyasa değerine) ilişkin bir fiyat hareketi (aşağıya veya yukarıya doğru) ve alım-satım hacmi oluşmayacaktır. Dolayısıyla, yatırımcı finansal tablolardaki bilgiyi işe yarar görüyorsa, bu bilginin yatırımcının karar sürecine bir şekilde yansımış olması gerekir. Zira ilişkili bilginin varlığı; karar alma süreci üzerinde bir fark oluşturmaktadır.

Özellikle, uluslararası literatürde, finansal tablolarda yer alan bilgilerin yatırımcının işine yarar nitelikte olup olmadığını test etmeye çalışan çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan; “finansal tablo duyuruları hisse senedi getirilerinin (returns) beklenen değerini ve riskini öngörmede yatırımcılara işe yarar bilgi sunmaktadır” kaanatini elde etmek mümkündür. Diğer bir deyişle, hisse senedi piyasalarının muhasebe duyurularına tepki verdiğini destekleyecek şekilde birçok ampirik kanıt elde edilmiştir. Ancak araştırmacıların bu bağlamda ortaya çıkan literatüre yönelik ilgisinin çok daha önemli bir nedeni daha vardır. Bu neden; finansal tabloları, yatırımcıların karar sürecine olan katkısını daha da artırabilecek hale getirmenin yollarını araştırmaktır. Diğer bir deyişle, piyasanın tepkisini daha iyi anlamak; finansal

tabloların yararlı bilgi sunma niteliğinin nasıl artırılabilceğine yönelik girişimlerde bulunulabilmesi açısından önemli görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı; hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına yönelik tepkisini ve söz konusu tepkinin büyüklüğünü belirleyen nedenleri araştıran literatürü özetlemektirⁱⁱ. Bu çalışmada, özellikle, finansal tablo duyurularına verilen piyasa tepkisi büyüklüğünün, işletmeden işletmeye neden farklılık gösterdiğini tesbit etmeye yönelik teorik ve ampirik temelli çalışmalara değinilmektedirⁱⁱⁱ. Yapılan bu çalışmanın, özellikle de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören (kote olan) işletmelerin kazanç duyurularına yönelik piyasa tepkilerini inceleme konusu yapacak ampirik çalışmaları özendirilmesi arzu edilmektedir. Bu bağlamda, ilgili kurumların, hem bu tür ampirik çalışmaların yapılmasına imkan sağlayacak verileri sunması hem de finansal tablo verilerinin çeşitli ölçütlere göre listelenmesine imkan veren teknik altyapıyı geliştirmesi yararlı olacaktır.

II. Tarihsel Gelişim

Bilindiği üzere hisse senetlerinin fiyatları, büyük ölçüde, arz ve talep faktörleri tarafından belirlenir. Özellikle yatırımcıların alım-satım yönlü kararları, hisse senetlerinin fiyatları üzerinde yönlendirici etkiye bulunmaktadır. Bu husus dikkate alındığında, yatırımcıların hisse senedi yatırımlarına yönelik taleplerinin şekillenmesinde işletmelerin kamuoyuna açıklamış oldukları muhasebe bilgisinin^{iv} anlamlı bir etkiye bulunup bulunmadığının anlaşılması önem kazanmaktadır^v. Bu sorunun olumlu bir yanıtının bulunması, muhasebe duyurularının bilgi değerini artıran faktörlerin ortaya çıkarılmasına yönelik oldukça geniş bir araştırma sahasının oluşabilmesi açısından da önemlidir.

Finansal tablo duyurularının işe yarar bilgi sunma niteliğiyle (bilgi değeri) ilgili ilk ampirik kanıtlar Ball ve Brown (1968) ile Beaver (1968) tarafından gerçekleştirilen çalışmalardan elde edilmiştir^{vi} (Kothari, 2001: 112, 117; Seaton III, 1991:7; Harter, 1991: 9; Watts ve Zimmerman, 1990: 131; Lev, 1989: 153; Kormendi ve Lipe, 1987: 323). Söz konusu çalışmalar, muhasebe bilgisinin işe yarar bilgi sunma niteliğiyle ilgili ilk ampirik kanıtları sağlaması açısından önemlidir. Bunun yanında, bu çalışmaları önemli kılan bir diğer özellik de; ilerleyen zamanlarda, muhasebe bilgisinin işe yarar bilgi sunma niteliğinin nasıl artırılabilceğine yönelik çalışmaların yapılmasına önayak olmalarıdır (Kothari, 2001: 112; Harter, 1991: 9; Watts ve Zimmerman, 1990: 131-132; Kormendi ve Lipe, 1987: 323).

Ball ve Brown (1968) yaptıkları çalışmada, muhasebe bilgisinin yatırımcının işine yarar nitelikte bilgi sunup sunmadığını test etmek üzere metodolojik bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Bu yaklaşıma göre; kamuoyuna açıklanan muhasebe bilgisi (fiili performans) ile yatırımcıların söz konusu işletmeyle ilgili beklentileri (yatırımcı öngörülleri) birbirleriyle tam olarak örtüşmediğinde; söz konusu işletmenin hisse senedi fiyatı bu duruma tepki (piyasa tepkisi) gösterecektir. Bu yaklaşımı test etmek için, işletmenin zaman

içerisindeki Net Kâr/Zarar rakamlarındaki değişim ile söz konusu işletmenin hisse senedi fiyatlarındaki değişim arasındaki bağlantı incelenmiştir. Çalışma sonucunda, hisse senedi fiyatlarının kazanç duyurularından etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, hisse senedi yatırımcılarının muhasebe bilgisini kullandığına, diğer bir deyişle; muhasebe bilgisinin yatırımcılar açısından işe yarar nitelikte olduğuna ilişkin ilk ampirik kanıtlardan birisini oluşturmaktadır (Harter, 1991: 9).

Beaver (1968), muhasebe bilgisinin yatırımcının işine yarayıp yaramadığını farklı bir yaklaşımla test etmiştir. Diğer bir deyişle, Beaver (1968); finansal tablo duyurularının bilgi niteliğine^{vii} farklı bir açıdan yaklaşmıştır. Bu yaklaşıma göre; eğer yatırımcılar kamuoyuna açıklanan muhasebe bilgisini yararlı (işe yarar) buluyorsa, bu durumda duyurunun yapıldığı belirli bir zaman periyodu içerisinde söz konusu hisse senetlerinin işlem hacminde ve hisse senedi fiyatlarının varyansında artış meydana gelmesi gerekir. Ampirik çalışmanın sonucunda, finansal tablo duyurularının yapıldığı zaman periyodu içerisinde hisse senetlerinin işlem hacminde ve hisse senedi fiyatlarının varyansında istatistiksel olarak anlamlı bir artış meydana geldiği anlaşılmıştır. Görüldüğü gibi, farklı bir yaklaşımla gerçekleştirilmiş olsa da, Beaver (1968) tarafından gerçekleştirilen çalışmanın sonuçları Ball ve Brown (1968) çalışmasının ulaştığı neticeyle örtüşmektedir (Harter, 1991: 9).

Finansal tablo duyurularının bilgi değeri bağlamında yapılan çalışmaların tarihsel gelişimi içerisinde Beaver vd. (1979) çalışmasına da değinmek yararlı görülebilir. Zira bu çalışmada, kazanç duyurularının beklenmeyen kısmının olumlu veya olumsuz olma nitelikleri^{viii} (iyi veya kötü haber niteliği) yanında, büyüklüklerinin (magnitude) de analize dâhil edilmesi söz konusudur^{ix}. Bu çalışmada da finansal tablo duyurularının yatırımcılar tarafından dikkate alındığına ilişkin ampirik kanıtlar elde edilmiştir. Teknik ifadeyle, bu çalışmada da beklenmeyen kazanç duyuruları ile anormal getiriler arasındaki ilişkinin aynı yönlü olduğu teyid edilmiştir. Ancak önceki çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada, beklenmeyen kazanç duyurularının büyüklüğü (magnitude) ile anormal hisse senedi getirilerinin büyüklüğü arasındaki korelasyonun istatistiksel olarak tespit edilmesi söz konusudur (Beaver vd., 1979: 316-317; Seaton III, 1991:9).

Tarihsel gelişim çerçevesinde değinilen çalışmaların önemini üç başlık altında özetlemek mümkündür (Watts ve Zimmerman, 1990: 132):

- i. Finansal tablo duyurularının bilgi değeri olduğuna ilişkin ampirik kanıtlar sunulmuştur. Öyle ki, belirli bir aşamadan sonra, artık, bu bağlamda yapılan çalışmaların “muhasebe duyurularının bilgi değeri olduğu” varsayımından hareketle gerçekleştirildiği görülmektedir.
- ii. Finansal tabloların bilgi değerini artıran muhasebe uygulamalarının tespit edilebilmesinde kullanılabilecek metodolojik bir yaklaşım geliştirilmiştir. Bu sayede finansal tabloların bilgi değerinin artırılmasına yönelik uygulamaların geliştirilmesi mümkün olabilmektedir.

- iii. Modern pozitif muhasebe araştırmalarının doğuşuna öncülük edilerek, çok geniş bir ampirik çalışma alanının ve literatürün oluşması sağlanmıştır.

Tarihsel gelişim çerçevesinde gerçekleştirilen çalışmalar ve bu çalışmalarda bulguları teyit eden ampirik çalışmalar neticesinde, belirli bir beklenmeyen kazanç duyurusu seviyesinde farklı işletmeler için farklı anormal hisse senedi getirileri oluşmasının nedenleri üzerinde yoğunlaşmaya başlanmıştır.

III. Piyasa Tepkilerinin Farklılaşma Nedenleri

Tarihsel gelişim çerçevesinde gerçekleştirilen çalışmalar incelendiğinde, “beklenmeyen kazanç duyuruları” ile “anormal hisse senedi getirileri” arasındaki ilişkinin işletmeler arasında ve zaman içerisinde sabit olduğu (değişmediği) varsayımından hareket edildiği görülmektedir. Diğer taraftan, zamanla, aynı seviyede beklenmeyen kazanç duyurusu açıklamasına rağmen, bazı işletmelerin beklenmeyen kazanç duyurularına yönelik farklı ölçüde piyasa tepkisinin söz konusu olduğuna ilişkin ampirik bulgular elde edilmeye başlanmıştır. Bu durum; “Aynı seviyede beklenmeyen kazanç duyurusu açıklamasına rağmen, neden hisse senedi piyasaları bazı işletmelerin beklenmeyen kazanç duyurularına farklı ölçüde tepki vermektedir?” sorusunun yöneltmesine neden olmuştur. Bunun üzerine, “beklenmeyen kazanç duyuruları” ile “anormal hisse senedi getirileri” arasındaki ilişkinin eğimini (Earnings Response Coefficient-ERC)^x farklılaştıran (belirleyen) etmenlerin belirlenmesine yönelik çalışmaların yapılmaya başlandığı söylenebilir (Bkz. Seaton III 1991: 10; Dhaliwal vd., 1991: 21).

Bu çalışmada, “beklenmeyen kazanç duyuruları” ile “anormal hisse senedi getirileri” arasındaki ilişkinin eğimini (ERC) izah etmek üzere yapılan çalışmalar iki yaklaşım çerçevesinde ele alınmıştır. Teori bazlı yaklaşım olarak adlandırılabilir birinci yaklaşımda; ERC’yi belirleyen etmenlerin belirli teoriler çerçevesinde izah edilmesi söz konusudur. Faktör bazlı olarak adlandırılabilir ikinci yaklaşım ise; ERC eğimini belirlemede anlamlı etkiler gösteren belli başlı faktörlerin açıklanmasına yöneliktir.

A. Teori Bazlı Yaklaşım

İlgili literatürde, ERC’yi belirleyen etmenleri izah etmek üzere iki farklı teorelin geliştirildiği söylenebilir (Harter, 1991: 12). Birinci teori; Garman ve Ohlson (1980: 438-440) tarafından geliştirilen değerleme temelli teoridir^{xi}. Bu teoriye göre, ERC; beklenmeyen kazanç duyurularının (iyi veya kötü) geleceğe dönük olarak süreklilik gösterebilme niteliği tarafından belirlenmektedir. Örneğin, bir işletmenin finansal tablo duyurusu kazançlarda beklenmeyen bir artış içeriyorsa ve bu artışın gelecek dönemlerde de süreklilik göstereceği bekleniyorsa, bu durumda hisse senedi fiyatlarının (hisse senedi getirisi)

süreklilik özelliğine sahip bu beklenmeyen kazanç duyurusuna olan tepkisi çok daha büyük olacaktır. Diğer taraftan, bir işletmenin kazanç duyurusu beklenmeyen bir artış içermekle birlikte, bu artışın gelecekte süreklilik göstermeyeceği düşünülüyorsa; o halde bu beklenmeyen kazanç duyurusuna yönelik piyasa tepkisi (hisse senedi fiyatı) ya hiç olmayacak ya da bu tepki çok düşük bir seviyede kalacaktır.

Değerleme temelli teoriyle ilgili ampirik kanıt ileri süren ilk çalışmalardan birisi Kormendi ve Lipe (1987: 324-343) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma; beklenmeyen kazanç duyurularına yönelik piyasa tepkisi büyüklüğü ile söz konusu kazancın gelecekteki sürekliliği arasındaki ilişkiyi test etmeye yöneliktir. Bu çalışmada kazançların sürekliliği; geçmiş iki yıllık dönemde işletmenin performansında (kazancında) meydana gelen değişim ile cari yılın performansı arasındaki ilişki üzerinden tanımlanmıştır. Buna göre, geçmiş iki yıllık dönem performansının cari performans üzerindeki etkisi arttıkça, kazançların süreklilik niteliğinin de o ölçüde arttığı kabul edilmiştir. Nitekim yapılan değerlendirme sonucunda, beklenmeyen kazanç duyuruları ile anormal hisse senedi getirisi arasındaki ilişki (ERC) büyüklüğünün, kazançların süreklilik gösterme niteliğine bağlı olduğu istatistiksel olarak tespit edilmiştir.

ERC'yi belirleyen etmenleri izah etmeye çalışan ikinci teori; bilgi ekonomileri temelli bir yaklaşım sunmakta olup; Holthausen ve Verrecchia (1988) ve Lev (1989) tarafından geliştirilmiştir (Harter, 1991: 12-13). Bu teoriye göre, ERC; finansal raporlama sisteminin kalitesi tarafından belirlenmektedir. Diğer bir deyişle; işletmenin finansal raporlama sisteminin kalitesi azaldıkça, bu sistemin mahsulü olan finansal tablo duyurularında yer alan kazanç rakamlarına yönelik piyasa tepkisi de (ERC) azalmaktadır. Nitekim, finansal raporlama sisteminin kalitesi (kazançların kalitesi) ile ERC arasındaki ilişkinin varlığına istatistiksel kanıt ileri süren birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazılarının bulguları aşağıda özetlenmiştir.

Pincus (1990) işletme yönetiminin tercihine bırakılmış olan muhasebe seçenekleri ile ERC arasındaki ilişkiyi inceleme konusu yapmıştır. Bilindiği gibi muhasebe standartlarının sağladığı esneklik içerisinde, uygulayıcılar, muhasebe politikalarını (stok değerlendirme ve amortisman yöntemleri arasında tercih yapma gibi) belirleyebilmektedir. Buradan hareketle bu çalışmada, muhasebe politikalarını tercih etme güdüsü bakımından, işletmeler; (1) muhafazakâr yaklaşım ve (2) liberal yaklaşım grupları olmak üzere iki grupta toplanmıştır. Örneklem grubuna, sadece, muhasebe politikalarını söz konusu güdülere uygun olarak belirleyen işletmeler dâhil edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; liberal yaklaşımı benimseyen işletmelere kıyasla, muhafazakâr yaklaşımı benimseyen işletmelerin finansal duyurularına yönelik piyasa tepkisinin (ERC) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Anlaşılabacağı üzere bu çalışmada, muhafazakâr yaklaşımla

hazırlanmış finansal tabloların daha kaliteli olduğu varsayımının kabulü söz konusudur (Harter, 1991: 17-18'den alıntı).

Choi ve Jeter (1990) tarafından yapılan ampirik çalışmayı da finansal tabloların kalitesi ile ERC arasındaki ilişki bağlamında değerlendirmek mümkündür. Zira bu çalışmada bağımsız denetim raporlarında hakkında “şartlı görüş (qualified)” açıklanmış işletmelerin hisse senetlerine yönelik piyasa tepkisi (ERC) inceleme konusu yapılmıştır. Diğer bir deyişle, bu çalışmada, şartlı görüş açıklanmış olması ile ERC arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın hareket noktasına göre, olumlu görüş almış finansal tablolara kıyasla, şartlı görüş almış işletmelerin finansal tablolarının yatırımcı tarafından düşük kaliteli finansal duyuru olarak algılanmış olması muhtemeldir. Nitekim ampirik çalışma sonucunda, olumlu görüş almış olanlara kıyasla, şartlı görüş almış işletmelerin finansal duyurularına yönelik piyasa tepkilerinin (ERC) daha düşük olduğu istatistiksel olarak tespit edilmiştir (Harter, 1991: 16-17'den alıntı).

Choi ve Jeter (1990) çalışmasının test ettiği diğer bir husus da, ihtiyari olarak muhasebe politikalarında değişikliğe giden işletmelerin hisse senetlerine yönelik piyasa tepkilerinin incelenmesine yöneliktir. Beklendiği gibi, çalışmada, ihtiyari olarak muhasebe politikalarında değişikliğe giden işletmelerin hisse senetlerine yönelik piyasa tepkilerinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan, kanuni zorunluluk sonucu muhasebe politikalarında değişikliğe giden işletmelere yönelik piyasa tepkilerinin ise daha yüksek olduğu anlaşılmıştır. Çalışmada, bu durumun nedeni, “yeni yürürlüğe girmiş olan kanuni bir düzenleme, muhasebe sistemlerinin etkinliğini artırır” şeklindeki yatırımcı algısıyla açıklanmıştır (Harter, 1991: 16-17'den alıntı).

Elliott ve Hanna (1996: 136, 153-154) finansal raporlama sisteminin kalitesi ile ERC arasındaki ilişkinin varlığını, finansal duyuruların kalitesine yönelik endişelerin olduğu ortamlardan hareketle test etmeye çalışmıştır. Çalışmada, finansal duyuruların kalitesine yönelik endişeleri ölçmek üzere, işletmenin olağan-dışı gider kalemlerinin büyüklüğü ve sürekliliği^{xii} değişkenlerinin kullanımı söz konusudur. Bu çalışmada; finansal duyuruların kalitesine yönelik endişelerin olduğu ortamlarda, söz konusu duyurulara yönelik piyasa tepkisinin de buna bağlı olarak azaldığına ilişkin ampirik kanıt ileri sürülmektedir. Elde edilen bulgulara göre; olağan-dışı gider kalemlerinin büyüklüğü ile ERC arasında ters yönlü istatistiksel bir ilişki vardır. Aynı şekilde, olağan-dışı gider kalemlerinin takip eden dönemlerde de mevcut olması nispetinde, söz konusu işletmenin kazanç duyurularına yönelik piyasa tepkisi (ERC) de istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde azalmaktadır.

Wilson (2005: 41) ise finansal raporlama sisteminin kalitesi ile ERC arasındaki ilişkinin varlığını, düzeltilmiş finansal tablo duyurusu yapan (finansal tablolarında düzeltme yapan) işletmeleri temel alarak test etmeye çalışmıştır. Diğer bir deyişle, bu ampirik çalışmada, finansal raporlarında düzeltme yapan işletmelerin açıkladığı finansal tablolara yönelik piyasa tepkisi

araştırma konusu yapılmıştır. Elde edilen bulgulara göre; düzeltme açıklayan diğer işletmelere kıyasla, satış hâsılatını düzelten işletmelerin finansal tablo duyurularının bilgi değerinde (ERC) istatistiksel olarak anlamlı azalışlar tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen diğer bir bulguya göre; düzeltme açıklayan diğer işletmelere kıyasla, finansal tablo süreciyle bağlantılı olacak şekilde kurumsal yönetim yapısında değişiklik yaptığını açıklayan işletmelerin ERC'sinin (finansal tablo duyurusunun bilgi değeri) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde yüksek olduğu tespit edilmiştir.

B. Faktör Bazlı Yaklaşım

İlgili literatürde, ERC üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkide bulunan faktörleri tespit etmeye yönelik olarak çok sayıda ampirik çalışma yapıldığı söylenebilir. Bunların tümü üzerinde ayrı ayrı durmak mümkün olmadığı gibi, bu tarz bir yaklaşım makul de değildir. Ancak ilgili çalışmalar bir bütün olarak incelendiğinde, ERC üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etki göstermeleri bağlamında üzerinde en fazla durulan belli başlı bazı faktörlerden söz etmek mümkündür. Söz konusu faktörlerin her biri için alt başlıklar açarak, yapılan ampirik çalışmaları ilgili oldukları altbaşlıklar bağlamında ele almak yararlı görülebilir. Nitekim, aşağıdaki kısımlarda, söz konusu faktörlerin ERC üzerindeki rolünü istatistiksel olarak tespit etmeye yönelik olarak yapılmış belli başlı ampirik çalışmalar özetlenmiştir (Bkz. Visvanathan, 2006: 110).

1. İşletme Performansının İstikrarı

Diğer faktörlerin sabit olduğu varsayımı altında, işletmenin finansal performansına ilişkin “iyi” veya “kötü” haber niteliğindeki cari finansal duyuruların, işletmenin gelecekteki finansal performansının göstergesi olarak algılanması halinde, yatırımcıların bu tür finansal duyurulara yönelik fiyat tepkisinin (alma veya satma şeklinde) çok daha büyük olması beklenir^{xiii}. Diğer bir deyişle; işletmenin performansına ilişkin “iyi” veya “kötü” haber niteliğindeki beklenmeyen (öngörülmeyen) kazanç duyurusunun gelecekte de devam edeceği düşünülüyorsa, yani durumun arizi bir nitelikte olmadığı kabul ediliyorsa; bu durumda ERC katsayısının da yüksek olması beklenir. Öte taraftan, beklenmeyen kazanç duyurusunun arizi bir nitelikte olduğu düşünülüyorsa, yatırımcının bu tür duyurulara yönelik fiyat tepkisinin çok fazla olması beklenmez. Diğer bir deyişle, beklenmeyen kazanç duyurusunun arizi nitelikte görülmesi halinde, ERC katsayısının düşük olması beklenir (Scott, 2011: 164; Kormendi ve Lipe, 1987: 323).

Başarılı bir şekilde piyasaya yeni bir ürün sürmek veya maliyetlerin azaltılması yönünde güçlü bir etki doğurabilecek bir program ve/veya sistem geliştirmek, sektördeki konumu güçlendirecek faaliyetlerde bulunmak gibi durumlar, finansal performanstaki yükselişin gelecek dönemlerde de süreklilik göstereceğine ilişkin izlenimleri güçlendirir. Hâlbuki bir duran varlığı satarak elden çıkarmak, hazır değer niteliğindeki menkul kıymetlerin değerlendirilmesi

sonucu değerlendirme kârı elde etmek gibi arızı nitelikteki gelir sağlayıcı işlemlerin kalıcılık niteliği düşüktür. Bu nedenle arızı nitelikteki olaylarla ilişkili beklenmeyen kazanç duyurularının ERC katsayısı üzerindeki etkisinin düşük olması beklenir (Scott, 2011: 164; Ramakrishnan ve Thomas, 1997: 2).

İşletme kazançlarının süreklilik niteliğinin ERC üzerindeki pozitif etkisine ampirik kanıt sunan dikkat çekici çalışmalardan birisi; Ramakrishnan ve Thomas (1997) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışma, net gelir rakamının bir bütün olarak dikkate alınması yerine, net gelir rakamını oluşturan unsurların kalıcılık niteliklerine göre üçe ayrılarak incelenmesi gerektiği fikrinden hareket etmektedir. Buna göre, gelir unsurları; (1) Kalıcı, (2) Geçici ve (3) Fiyattan Bağımsız olmak üzere üçe grupta toplanmaktadır. Kalıcı gelir unsurları; işletmenin performansında süreklilik gösterecek gelir unsurlarıdır. Geçici gelir unsurları; sadece cari yılın kazançlarına olumlu katkı sağlayan, ancak süreklilik gösterme özelliği cari dönemle sınırlı olan gelir unsurlarıdır. Fiyattan bağımsız gelir unsurları ise; cari kazançlar üzerinde olumlu etkide bulunmasına karşın, süreklilik özelliği sıfır olarak kabul edilen gelir unsurlarıdır. Bunlar, çoğunlukla, muhasebe politikalarının gereği olarak ortaya çıkan alım-satım değeri olmayan aktifleştirilmiş gider niteliğindeki kalemlerdir. Örneğin araştırma, geliştirme ve organizasyon giderlerinin bilançoda aktifleştirilmesi uygulaması; söz konusu giderlerin cari dönem kazancını azaltmasını engelleyerek, işletmenin kazanç rakamlarında bir tür gelir etkisi doğurur (Ramakrishnan ve Thomas, 1997: 2-4).

Ramakrishnan ve Thomas (1997), ERC çalışmalarında kazanç rakamının bir bütün olarak dikkate alınması yerine, yukarıda belirtildiği şekilde üç alt unsur olarak analize dâhil edilmesi gerektiği fikrinden hareket etmişlerdir. Nitekim, bu şekilde hareket edilmesi halinde, anormal hisse senedi fiyatları ile beklenmeyen kazanç rakamları arasındaki ilişkinin gücünün (ERC) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde artacağı ortaya konmuştur. Anlaşılacağı üzere, bu yaklaşımda, kazanç rakamı üç parçaya ayrılarak analize katıldığından, bir işletme için üç tane ERC rakamı ortaya çıkmaktadır. Bu yaklaşım sayesinde, bir işletmenin kalıcı, geçici ve fiyattan bağımsız kazanç unsurlarının anormal hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünü ayrı ayrı değerlendirmek mümkün olabilmektedir. Klasik ERC yaklaşımına kıyasla, bu yaklaşımın anormal hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünün daha fazla olduğu ileri sürülmektedir (Ramakrishnan ve Thomas, 1997: 4).

İşletme performansının istikrarını “beta katsayısı” ile inceleyen yaklaşımlara da rastlanabilmektedir. Kabaca, bu yaklaşımda; işletme kazançlarının gelecekte süreklilik gösterme ihtimali fazlaysa, yani işletmenin öngörülen (beklenen) kazançlarının riski düşük ise; bu durumda söz konusu işletmenin hisse senedi fiyatının yüksek olması beklenir. Zira riskten kaçınan bir yatırımcı, yatırımlarını, sadece beklenen getirisinin büyüklüğüne göre değerlendirmez. Aynı zamanda yatırımının getirisinin, farklı iktisadi koşullar altında süreklilik gösterme ihtimalinin de yüksek olmasını ister.

Beta katsayısını değerlendirirken, öncelikle, işletmelerin içinde bulunduğu sektörleri dikkate almak gerekebilir. Yüksek beta katsayısı, hisse senedinin riskinin de yüksek olduğunu gösterir. Yüksek beta katsayılı hisse senetleri genellikle ekonominin genel durumuna karşı daha duyarlı olan sektörlerde yer alırlar. Uçak imalatı, havayolu taşımacılığı ve mobilya sanayi yüksek beta katsayılı sektörlerle örnek verilebilir. Düşük beta katsayılı hisse senetleri ise, genelde, ekonominin genel durumuna karşı daha az duyarlı (nisbeten duyarsız) olan sektörlerde yer alır. Fast food, gıda, küçük elektrikli ev aletleri ve perakendecilik sektörleri düşük beta katsayılı sektörlerle örnek verilebilir.

Bir hisse senedinin beta katsayısı ne kadar yüksekse, diğer bir deyişle bu hisse senedinin riski ne kadar fazlaysa; yatırımcıların o işletmenin kamuoyuna ilan ettiği kazanç duyurularının beklenmeyen (öngörülemeyen) kısmına olan tepkileri o ölçüde az olacaktır. Örneğin, beklenmeyen kazanç açıklamış olan iki işletmenin olduğunu varsayalım. Aynı zamanda, bu iki işletmenin açıklamış olduğu kazanç duyurularının beklenmeyen kısmının da aynı ölçü ve/veya nitelikte olduğunu kabul edelim. Böyle bir durumda, hisse senedinin beta katsayısı yüksek olan, yani riskli olarak görülen hisse senedine yönelik yatırımcı tepkisi daha düşük olacaktır. Dolayısıyla bu durumda aynı nitelik ve ölçüde beklenmeyen kazanç duyurusu açıklamış olan iki işletmenin, beta katsayısı yüksek olanının ERC'si daha düşük olacaktır. Hisse senedi beta katsayısı düşük olan işletmenin ERC'si ise nisbeten daha büyük olacaktır. Diğer bir deyişle, "hisse senedi beta katsayısı yüksek olan işletmenin kazanç duyurularının beklenmeyen kısmına gösterilen yatırımcı tepkisi çok daha şiddetli olacaktır" denilebilir (Scott, 2011: 163-164).

2. Kazançların Kalitesi

Kazançların kalitesi kavramı; "finansal tablolarda yer alan bilgiler vasıtasıyla söz konusu işletmenin gelecekteki finansal performansını öngörebilme potansiyeli" şeklinde tanımlanabilir. Buna göre; finansal tablolarda yer alan bilgiler, o işletmenin gelecekteki performansı ile ilgili doğru öngörülerde bulunma imkânı sağladığı ölçüde kalitelidir. Dolayısıyla, uygulama açısından bakıldığında, finansal duyuruların (kazançların) kalitesi; finansal tabloların kullanıcıların ihtiyacını ne ölçüde karşıladığıyla ilgilidir. Bahsedildiği üzere, bu durum finansal tabloların öncelikli amacıdır. Bu nedenle; finansal tablolar öncelikli amacına hizmet ettiği ölçüde kalitelidir denilebilir (Scott, 2011: 73-74).

Finansal tabloların ihtiyaca yönelik olabilmesi için taşınması gereken iki temel niteliğin "ilişkili olmak" ve "güvenilir bilgi sunmak" olduğu ifade edilmişti. Uygulamada, bu iki niteliğin zaman zaman paradoksal bir ilişki içinde olduğu görülebilmektedir. Örneğin, duran varlıkların tarihi maliyetler ile değerlendirilmesi muhasebenin muhafazakârlık anlayışını yansıtmakta ve finansal tabloların güvenilirliğini artırmaktadır. Zira tarihi maliyet kriteri, değerlendirme ölçüleri içerisinde en objektif değerlendirme ölçülerinden birisidir. Diğer taraftan,

tarihi maliyetlerin finansal tablo kullanıcıları açısından bilgi değeri düşüktür. Hâlbuki duran varlıkların “kullanım değeri” ile değerlendirilmesi, tarihi maliyet kriterine kıyasla, finansal tabloların bilgi değerini artırır. Zira kullanım değeri; tarihi maliyetlere kıyasla, işletmenin gelecekteki performansına ilişkin daha sağlıklı öngörülerde bulunulabilmesine imkân vermektedir. Diğer taraftan kullanım değeri ölçüsü; yöneticilerin subjektif yargılarına ve tahminlerine açık bir yöntemdir. Hâlbuki tarihi maliyet kriteri, kullanım değeri kriterine göre daha objektif bir ölçüdür. Dolayısıyla finansal tabloların kalitesini (ihtiyaca yönelik olma niteliğini) artırmanın yolu; güvenilirlik niteliğine fazla zarar vermeden, işe yarar olma niteliğini artırmaya çalışmaktır (Scott, 2011: 73-74; Doğan vd., 2008).

Daha yüksek kalitedeki kazançların daha yüksek ERC doğurması beklenir. Zira kalitesi yüksek kazançların, ilgili firmanın gelecekteki performansına ilişkin daha sağlıklı veriler sunacağı tahmin edilir. Ancak burada sorun olan nokta; kazançların kalitesine ilişkin doğrudan ölçüm yapmanın zorluklarıdır^{xiv}. Zira finansal tabloları üreten bir bilgi sisteminin, baştan sona, doğrudan gözlemlenmesi pek de mümkün olmamaktadır. Örneklem hataları içermesi nedeniyle örneklem yöntemlerine başvurma yolu ise sorunlu görülmektedir (Scott, 2011: 164).

Kazancın kalitesi ile ERC arasında pozitif yönlü istatistiksel bir ilişki olduğu fikrini (hipotezini) destekleyen birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Örneğin Visvanathan (2006) ERC ile kazançların kalitesi arasındaki ilişkiyi “nakde yakınlık (closeness to cash)” kavramından hareketle test etmiştir. Çalışmada, finansal performansın ölçüsü olarak temel alınan “nakde yakınlık” değişkeni, DeChow ve Dichev (2002) çalışmasında olduğu gibi, finansal performans; “asıl faaliyet konusundan sağlanan nakit akımları” ve “net tahakkuklar” unsurlarını dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Ancak Visvanathan (2006), finansal performansın nakde yakınlığını, asıl faaliyet konusundan sağlanan nakit akımlarının finansal performans içerisindeki oransal büyüklüğü ölçüsünde belirlemektedir. Diğer bir deyişle, net tahakkukların finansal performans içerisindeki oranının düşüklüğü nispetinde, finansal performansın nakde yakın olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca bu çalışmada, finansal performansla ilişkin verilerin, geçmişe doğru 21 dönemi kapsayan üçer aylık kazanç rakamları (zaman serisi) kullanılarak analize dâhil edilmesi söz konusudur (Visvanathan, 2006: 109-110).

Visvanathan (2006) çalışmasında elde edilen bulgulara göre; işletmeye ilişkin ERC katsayısının, işletmenin finansal performans rakamlarının asıl faaliyet konusundan sağlanan nakitlere yakınlığı ölçüsünde pozitif yönlü etkilendiği anlaşılmıştır. Yazara göre bu durum; yatırımcıların hem kazançların kalitesini değerlendirmede hem de cari dönemin beklenmeyen kazançlarını yorumlamada “nakde yakınlık” değişkenini bir bilgi alma aracı olarak kullanabileceğini göstermektedir. Bu sonuç, aynı zamanda, yatırımcıların finansal tablolardaki tahakkuk tutarlarının gelecek dönemlerde nakde

dönüşmesi hususunda kaygılarının olduğuna ilişkin istatistiksel kanıt sunmaktadır. Yazar bu kaygılarının muhtemel nedenlerini üç kalemde sıralamaktadır: (1) İşletmenin ticari hayatında ortaya çıkabilecek beklenmeyen olumsuz durumlar, (2) kasıt olmasa bile tahakkuk sürecinin doğasında olan tahmin hatalları ve (3) kasıtlı kazanç yönetimi uygulamaları (Visvanathan, 2006:119).

Kazançların kalitesi ile ERC arasındaki pozitif yönlü ilişkiye istatistiksel kanıt sunan bir başka örnek çalışma ise Francis vd. (2004) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma geniş kapsamlı ampirik bir çalışma olup, kazançların kalitesini temsil etmek üzere “tahakkukların kalitesi” değişkeni ile birlikte toplam yedi farklı değişkenin kullanımı söz konusudur^{xv}. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre; kazançların kalitesini temsil etmek üzere kullanılan tüm değişkenler, ERC üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkide bulunmaktadır. Elde edilen bulgular, kazançların kalitesini temsil etmek üzere kullanılan değişkenlerin ait oldukları gruplar açısından değerlendirildiğinde; muhasebe-bazlı değişkenlerin açıklama gücünün pazar-bazlı değişkenlerden istatistiksel olarak çok daha fazla olduğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca analiz sonucunda, diğer altı değişkene kıyasla, kazançların kalitesini temsil etmek üzere kullanılan “tahakkukların kalitesi” değişkeninin, ERC üzerinde istatistiksel olarak en güçlü etkide bulunan değişken olduğu anlaşılmıştır (Francis vd., 2004: 969, 970, 1006).

Kazançların kalitesi ile ERC arasındaki pozitif yönlü ilişkiye istatistiksel kanıt sunan bir başka örnek çalışma ise Ecker vd. (2006) tarafından gerçekleştirilmiştir. Aslında bu çalışmanın öncelikli amacı; hisse senedi fiyat hareketlerini (hisse senedi getirileri) temel alarak kazançların kalitesini ölçmeye yönelik temsilci değişken (proxy) geliştirmektir. Yapılan analizler sonucunda bu yöntemin, kazançların kalitesini en az geleneksel yöntemler kadar iyi ölçebildiği anlaşılmıştır. Aslında bu yöntemin asıl üstün tarafının; diğer geleneksel değişkenlere kıyasla, kullanım kısıtlarının daha az olması olduğu belirtilmektedir. Diğer bir deyişle bu değişkenin, geleneksel değişkenlere kıyasla; esneklik, kullanım kolaylığı ve araştırma desenlerine uyum sağlama yetenekleri açısından çok daha avantajlı olduğu ileri sürülmektedir. Çalışmanın yaklaşımına göre; kazançların kalitesi, aslında, bilgi riskine ilişkin bir gösterge niteliğindedir. Dolayısıyla hisse senedi piyasalarının, bilgi riskini hisse senedi fiyatlarına yansıttığı varsayılabilir^{xvi}. Bu nedenle, hisse senedi fiyat hareketlerinden yola çıkılarak geliştirilen temsilci değişkenin (e-loadings), kazançların kalitesine yönelik bilgi vermesi mümkün olabilmektedir^{xvii} (Ecker vd., 2006: 777-778). İşte bu çalışmanın ERC ile kazançların kalitesi arasındaki ilişkiye ampirik kanıt sunması, bahsi geçen e-loadings değişkeninin kazançların kalitesini temsil etme kabiliyetine sahip olduğunun istatistiksel tekniklerle belirlenmiş olmasıyla ortaya çıkmaktadır (Bkz. Scott, 2011: 167).

3. Büyüme Fırsatları

Hatırı sayılır bir gider yükü, çoğu zaman, işletmelerin finansal performansının olumsuz olarak algılanmasına neden olur. Ancak bu tablo her

zaman olumsuz olarak algılanmayabilir. Örneğin, finansal performans rakamları işletmenin bazı yeni yatırım projelerinin karlılığıyla ilgili olumlu göstergeler barındırabilir. Bu durum işletmenin gelecekte güçlü bir büyüme gösterebileceği şeklinde algılanabilir. Ayrıca yeni yatırım projelerinin başarısı, işletmenin başarılı projeler üretebilme kabiliyetine ilişkin olumlu bir göstergedir. Dolayısıyla bu durum, işletmenin yüksek kârlılığa ulaşabileceğine ve bunun süreklilik gösterebileceğine ilişkin kanaatleri destekleyecektir. Yüksek kârlılığın devamlılığı ölçüsünde işletmenin değerinin artması söz konusudur. Bu durumdaki işletmelerin de büyük miktarlardaki sermayeye hem daha ucuz maliyetlerle hem de kolay bir şekilde ulaşmaları mümkün olabilmektedir. Elbette ki bu tablo, işletmelerin daha fazla büyümeleri için bir fırsat sunmaktadır. Dolayısıyla işletmenin finansal performansına ilişkin kalemlerin büyüme fırsatlarına ilişkin olumlu izlenim vermesi ölçüsünde, işletmenin ERC'sinin de yüksek olması beklenebilir (Scott, 2011: 167).

Büyüme fırsatları ile ERC arasındaki pozitif yönlük ilişkiye istatistiksel kanıt sunan önemli ampirik çalışmalardan birisi Collins ve Kothari (1989) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre; finansal performansla ilişkin muhasebe verilerinin işletmenin büyüme fırsatlarına ilişkin bilgi vermesi ölçüsünde, işletmenin ERC'si de büyük olmaktadır. Collins ve Kothari (1989) göre; kazançların sürekliliğini temsil eden değişkene kıyasla, büyüme fırsatlarına ilişkin değişkenin ERC ile olan pozitif ilişkisi genellikle daha güçlüdür. Zira kazançların süreklilik özelliğini temsil eden değişken; işletmenin finansal performansına ilişkin geçmiş dönem kazanç verileri serisi kullanılarak tespit (tahmin) edilmektedir. Geçmiş dönemlere ilişkin kazanç rakamları da, genellikle, işletmenin gelecekteki kazanç potansiyelini yansıtmada yetersizdir. Hâlbuki getiri oranı yüksek yeni projeler ve/veya yeni proje fırsatlarının işletmenin kazanç potansiyelini yansıtmada niteliğinin daha fazla olduğu ileri sürülmektedir (Kothari, 2001: 125'den alıntı).

4. Kaldıraç Düzeyi

İşletmenin kaldıraç düzeyi ve/veya borçluluk düzeyi olarak adlandırılabilen olgu; işletmenin varlıklarını hangi ölçüde işletme dışı aktörler kanalıyla finanse ettiğine ilişkin bir ölçümdür. Yüksek kaldıraç oranına sahip (aşırı borçlu) işletmelerin “iyi ve/veya olumlu” nitelikteki kazanç duyurusu, hisse senedi yatırımcılarından ziyade şirketten alacaklı olan (kredi verenler, tahvil sahipleri gibi) taraflara yönelik olumlu tepki doğurur. Bu nedenle, diğer şartların sabit olduğu varsayımı altında, aşırı borçlu işletmelerin ERC'sinin, diğer firmalara kıyasla, çok daha düşük olması beklenmektedir (Scott, 2011: 164).

Kaldıraç düzeyinin ERC üzerinde anlamlı etkide bulunduğu ilişkin ampirik bulgu Dhaliwal vd. (1991) tarafından gerçekleştirilen çalışmada yer almaktadır. Aslında bu çalışmada kaldıraç düzeyi, temerrüt riskinin^{xviii} temsilci değişkeni (ölçüsü) olarak düşünülmüştür. Bu nedenle, araştırma bulgularının güvenilirliğini, kaldıraç düzeyinin temerrüt riskini temsil etme kabiliyeti

ölçüsünde değerlendirmek gerekir. Çalışmada, kaldıraç düzeyinin ERC üzerinde anlamlı etkide bulunup bulunmadığını tespit etmek üzere, analiz konusu işletmeler iki farklı şekilde karşılaştırılmıştır. Birinci tür karşılaştırma yaklaşımında, işletmelerin “borçsuz” ve “borçlu” olmak üzere iki grupta ele alınması söz konusudur. İkinci karşılaştırma yaklaşımında ise, işletmeler, “az borçlu” ve “yüksek borçlu” olmak üzere sınıflandırılmıştır. Birinci tür yaklaşımla yapılan analiz sonucunda; borçlu işletmelere kıyasla, borçsuz işletmeler grubuna ilişkin ERC’nin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha yüksek olduğu anlaşılmıştır. İkinci tür yaklaşımla yapılan analiz sonucunda ise; yüksek borçlu işletmelere kıyasla, az borçlu işletmeler grubuna ilişkin ERC’nin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha yüksek olduğu anlaşılmıştır. Bu bulgulardan hareketle, ERC katsayısı ile işletmenin temerrüt riski arasında ters yönlü (negatif) bir ilişki olduğu kanaatine varılmıştır (Dhaliwal vd., 1991: 20-22, 39-40).

Konuya ilişkin bir başka destekleyici ampirik bulgu da Dhaliwal ve Reynolds (1994) çalışmasında yer almaktadır. Bu çalışmada temerrüt riskinin temsili değişkeni olarak, işletmenin ihraç etmiş olduğu tahvillere yönelik finansal derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu tahvil güvenilirlik derecelendirme (bond ratings) puanı esas alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre; ERC ile tahvil güvenilirlik derecelendirme puanı (işletmenin temerrüt riski) arasında ters yönlü (negatif) istatistiksel bir ilişki olduğu anlaşılmıştır (Dhaliwal ve Reynolds, 1994: 412-418).

5. Yatırımcı Beklentilerinin Benzerliği

Beklentilere bağlı olarak, bir kazanç duyurusunu, yatırımcıların bir kısmının olumlu diğer kısmının ise olumsuz olarak algılaması mümkündür. Bu nedenle olumlu algıya sahip yatırımcıların söz konusu işletmenin hisse senedini satın alma yönünde, olumsuz yatırımcıların ise satma yönünde bir eğilime sahip olmaları beklenir. Dolayısıyla yatırımcıların kazanç duyurularına yönelik beklentisi ne kadar benzerse, beklenmeyen kazançlara yönelik piyasa tepkisi (olumlu veya olumsuz yönde) de o derece büyük olacaktır. Teoride, yatırımcıların beklenti farklılıklarının, yatırımcının bilgi birikimi ve finansal tabloları yorumlama kabiliyeti gibi niteliklerinde görülen farklılıklardan kaynaklandığı ifade edilmektedir. Ancak yatırımcıların beklentilerini finansal analistler gibi ortak bir bilgi kaynağından yararlanarak oluşturmaları ölçüsünde söz konusu beklenti farklılıklarının azalacağı açıktır^{xix}. Ayrıca temel alınan ortak bilgi kaynağı içerisinde sağlanacak bir konsensüsün^{xx} yaygınlığı ölçüsünde beklenti farklılıklarının da azalacağı söylenebilir^{xxi}. Bu nedenle, uygulama boyutuyla düşünüldüğünde, “bir kazanç açıklamasıyla ilgili olarak, (1) finansal analist tahminlerinin kesinliği (precise) ve (2) yatırımcı kazanç beklentilerinin benzerliği ölçüsünde ERC’nin de büyük olması beklenir. Özetle, diğer şartlar sabit olduğu varsayımı altında, finansal analist tahminlerinin kesinliği (netliği) ve yatırımcı beklentilerinin benzerliği ölçüsünde ERC’nin de yüksek olması öngörülür (Scott, 2011: 167-168).

Imhoff ve Lobo (1992) tarafından yapılan ampirik çalışma, yatırımcı beklentilerinin benzerliği ile ERC arasındaki ilişkiye yönelik istatistiksel kanıt ileri süren çalışmalara örnek gösterilebilir. Çalışmada, yatırımcı beklentilerinin benzerliğini ölçmek üzere, finansal tablo duyuruları öncesinde “finansal analistlerin kazanç tahminlerine yönelik belirsizlik (uncertainty)” durumu dikkate alınmıştır^{xxii}. Finansal analistlerin kazanç tahminlerine yönelik belirsizliği ise, kazanç tahminlerinin varyansı vasıtasıyla ölçülmüştür. Buna göre; varyansın artışı ölçüsünde belirsizliğin de artması söz konudur. Belirsizliğin artması ise, finansal analistlerin öngörülleri arasındaki farklılıkların artması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla yatırımcı beklentilerinin benzer olması durumunu, belirsizliği ölçen değişkene ilişkin rakamın azalması şeklinde düşünmek gerekir. Sonuç olarak, yapılan ampirik analizle, yatırımcı beklentilerinin benzerliği ile ERC arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu yönünde istatistiksel kanıt (bulgu) elde edilmiştir (Imhoff ve Lobo, 1992: 427-428).

6. Hisse Senedi Fiyatının Bilgi Verme Niteliği

Hisse senedi fiyatının, işletmenin gelecekte üreteceği kazançlarla ilgili bilgi verme özelliğine sahip olduğu kabul edilir. Diğer bir deyişle, hisse senedi fiyatı; işletmenin gelecekte üretebileceği kazançlara ilişkin olarak yatırımcının tahminde bulunmasına yardımcı olma niteliğine sahiptir. Bunun nedeni; hisse senedi piyasa fiyatının, kamuoyuna duyurulan tüm bilgileri yansıtır olmasıdır. Hâlbuki muhasebe sistemi bu bilgilerin çoğunu gecikmeli olarak kayıt altına alabilmekte ve/veya kamuoyuna duyurabilmektedir. Sonuç olarak, hisse senedi fiyatının bilgi verme niteliği ne kadar fazlaysa, cari muhasebe kazançlarının bilgi verme özelliği de o derece az olacaktır. Bu nedenle, diğer şartların sabit olduğu varsayımı altında, hisse senedi fiyatının bilgi verme niteliğinin fazlalığı ölçüsünde ERC’nin düşük olması beklenir (Scott, 2011: 168).

Bamber (1987: 528-530) ve Zeghal (1984: 299-300, 308) tarafından yapılan ampirik çalışmalar, hisse senedinin bilgi verme niteliği ile ERC arasındaki ters yönlü ilişkiye yönelik istatistiksel kanıt ileri süren çalışmalara örnek verilebilir. Her iki çalışmada da, fiyatın bilgi verme özelliğinin temsilcisi olarak; “firma büyüklüğü” değişkeninin kullanımı söz konusudur^{xxiii}. Çalışmalarda yapılan analiz sonucunda; büyük işletmelere kıyasla, küçük işletmelerin beklenmeyen kazanç duyurularına yönelik piyasa tepkisinin (ERC) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir^{xxiv}. Diğer bir deyişle, çalışmalarda, hisse senedinin bilgi verme niteliği (firma büyüklüğü) ile ERC arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Özellikle Bamber (1987: 528-530)’ın çalışmasında ulaşılan bir diğer bulguya göre; firma büyüklüğü değişkeninin anlamlı etkisinin yanında, duyurusu yapılan kazançtaki beklenmeyen (öngörülemeyen) kısmın artışı ölçüsünde piyasa tepkisinin de istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde artışı söz konusudur. Diğer bir deyişle, firma büyüklüğünün artışı ERC’yi küçültürken; diğer taraftan,

beklenmeyen kazançların büyüklüğü ERC üzerindeki olumlu etkisini halen devam ettirebilmektedir.

IV. Sonuç ve Değerlendirme

Finansal tabloların kaliteli olabilmesi için taşınması gereken en önemli niteliklerden birisi, kullanıcıların (yatırımcı, kredi verenler vb.) finansal bilgi ihtiyacını azami ölçüde karşılayabilmesidir. Finansal tabloların ihtiyaca yönelik olması, tablolardaki bilginin kullanıcının karar sürecine ne ölçüde katkıda bulunduğuyula ilişkilidir. İşte bu katkının anlaşılması, finansal tabloların daha kaliteli hale getirilebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle, bu çalışmada; hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına yönelik tepkisini ve söz konusu tepkinin büyüklüğünü belirleyen nedenleri araştıran literatür özetlenmeye çalışılmıştır.

Giriş ve sonuç kısımları hariç bırakılacak olursa, çalışma iki kısımdan oluşmaktadır. Çalışmanın ilk kısmında, “tarihsel gelişim” başlığı altında; ilgili literatürün oluşum ve/veya gelişim süreci anlatılmaktadır. Bu bağlamda, ilgili kısımda, hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına istatistiksel olarak anlamlı tepki verip vermediğini ortaya çıkarmayı amaçlayan belli başlı çalışmalara değinilmektedir. Söz konusu kısım, finansal tablo duyurularının ihtiyaca uygun (işe yarar) bilgi sunma niteliğine ilk ampirik kanıt sunan çalışmalardan bahsetmesi açısından önemlidir. Söz konusu çalışmaları önemli kılan diğer özellikleri ise; geliştirdikleri metodolojik yaklaşımlardır. Zira geliştirilen bu yaklaşımların, ana çatısı itibarıyla, halen kullanımı söz konusudur. Ayrıca bu çalışmaların muhasebe disiplinine geniş bir çalışma sahası kazandırmış olmaları da önemlidir.

Çalışmanın ikinci kısmı, “piyasa tepkilerinin farklılaşma nedenleri” başlığı altında çalışmanın ana çatısını oluşturmaktadır. Bu kapsamda, bu kısımda; finansal tablo duyurularına verilen piyasa tepkisi büyüklüğünün (ERC), işletmeden işletmeye neden farklılık gösterdiğini tesbit etmeye yönelik teorik ve ampirik temelli çalışmalara odaklanılmıştır. Bu amaçla, bu kısım iki alt başlıktan oluşmaktadır. Buna göre, ilk alt başlıkta, ilgili literatür teori bazlı bir yaklaşımla ele alınmıştır. Teori bazlı yaklaşımda, piyasa tepkisinin büyüklüğünü belirleyen etmenleri izah etmek üzere geliştirilmiş iki farklı teori inceleme konusu yapılmıştır. Bunlar; “değerleme temelli teori” ve “bilgi ekonomileri temelli teori”dir. Değerleme temelli teoriye göre, ERC; beklenmeyen kazanç duyurularının (iyi veya kötü) geleceğe dönük olarak süreklilik gösterebilme niteliği tarafından belirlenmektedir. Bilgi ekonomileri temelli teoriye göre ise, ERC; finansal raporlama sisteminin kalitesi tarafından belirlenmektedir. Çalışmanın ikinci kısmının ikinci alt başlığında ise, ilgili literatür faktör bazlı yaklaşımla incelenmektedir. Faktör bazlı yaklaşımda, piyasa tepkisinin büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etki göstermeleri bağlamında üzerinde en fazla durulan belli başlı faktörlerden bahsedilmektedir.

Notlar:

ⁱ Finansal tabloların ihtiyaca yönelik olabilmesi için sahip olması gereken bir diğer niteliksel özelliği; güvenilir olmasıdır. Muhasebe bilgisinin güvenilirliği; doğrulanabilir olması, dürüst bir şekilde sunulması ve mümkün olduğunca hata ve önyargılardan uzak olarak hazırlanmasına bağlıdır. Muhasebe bilgisinin güvenilirliği bir zorunluluktur; zira, finansal tablo kullanıcılarının çoğunun bilginin doğruluğunu değerlendirebilecek ne zamanı ne de uzmanlığı vardır. Doğrulanabilirlik; aynı yöntemlerin kullanıldığı bağımsız ölçümler sonucunda benzer sonuçların elde edilebilmesiyle değerlendirilir. Örneğin birkaç bağımsız denetçinin aynı finansal tablo seti hakkında aynı sonuca ulaşabilmesi gerekir. Finansal tabloların dürüst bir şekilde sunulması; tabloların içerdiği rakam ve açıklamaların gerçeği yansıtmasıdır. Muhasebe bilgisinin yansızlığı; bir çıkar grubunun lehine hareket etmek gayesiyle finansal tablo bilgisinin manipüle edilmemesidir.

ⁱⁱ Konu bağlamındaki ilgili literatür incelendiğinde, finansal tablo duyurularının, genellikle, finansal performans kaynaklı veriler vasıtasıyla analiz ve/veya incelemelere dâhil edildiği söylenebilir. Nitekim ilgili literatürde, finansal tablo duyuruları kavramının yerine “kazanç duyuruları” şeklinde bir kavrama da sıklıkla rastlanabilmektedir. Benzer şekilde, finansal tablo duyurusunun özünde muhasebe bilgisi olması nedeniyle, ilgili literatürde zaman zaman “muhasebe bilgisi” kavramının kullanıldığı da görülmektedir. Çalışmanın bağlamı kapsamında, “hisse senedi piyasalarının etkilenmesi” olgusundan kasıt; hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına yönelik fiyat tepkisiidir. Bu olgu, çoğunlukla “piyasa tepkisi” kavramıyla ifade edilmektedir. Hisse senedi piyasalarındaki fiyat tepkisinin, yatırımcıların alım-satım kararlarıyla ortaya çıktığı düşünüldüğünde; söz konusu kavramı “yatırımcı tepkisi” olarak adlandırmak da mümkündür.

ⁱⁱⁱ Piyasaların, sadece piyasada mevcut olmayan ve/veya beklenmeyen (öngörülme) bilgiye tepki verdiği kabul edilir. Piyasanın bir şekilde haberdar olduğu ve/veya öngördüğü bilginin kamuoyuna duyurulmuş olmasının hisse senedi fiyatlarını etkilemediği varsayılmaktadır. Zira bilinen/öngörülen bilginin, hâlihazırdaki hisse senedi fiyatına yansımış olması gerekir. Bu nedenle, finansal tablo duyuruları bağlamında yapılan ampirik çalışmalarda, finansal tablo duyurularının (kazanç duyurularının) beklenmeyen kısmını ölçmeye yönelik yaklaşımların kullanımı söz konusudur. Aynı şekilde, kazanç duyurularının yapıldığı zamanda meydana gelen piyasa tepkisinin ne kadarının kazanç duyurularına bağlı olduğu tespit edilmelidir. Sadece kazanç duyurularına yönelik olarak oluşmuş hisse senedi fiyat hareketleri (piyasa tepkisi); fiili hisse senedi fiyatlarından, piyasaya özgü fiyat hareketlerinin (beklenen getiri) elimine edilmesi sonucu bulunur. İşte fiili hisse senedi fiyatları (getiri-returns) içerisinde gömülü olduğu kabul edilen bu fiyat hareketlerine, genellikle, “anormal getiri (abnormal returns)” veya “sistemik olmayan getiri” adı verilmektedir. Diğer bir deyişle, hisse senetlerinin anormal getirisi; hisse senedi fiyatının üzerindeki (belirli bir dönem için) piyasaya özgü faktörlerin etkisinin düşülmesinden sonra geriye kalan kazanç oranı olarak tanımlanmaktadır.

^{iv} Çalışmanın bağlamı açısından muhasebe bilgisini, finansal tablo duyuruları olarak algılamak doğru olacaktır.

^v Ampirik çalışmalarda, finansal tabloların işe yarar bilgi sunma niteliği; kamuoyuna açıklanan muhasebe bilgisinin (finansal tablo duyuruları) hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkide bulunması bağlamında test edilmektedir. Böyle bir analizin yapılabilmesi için; (1) anormal getiri (abnormal return) ve (2) beklenmeyen kazanç (unexpected earnings) unsurlarının tespitine yönelik metodolojik yaklaşımların kullanılması gerekir. Anormal getiri; muhasebe bilgisinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin bir göstergesidir ve fiili hisse senedi fiyatları içerisinde gömülü olduğu kabul edilir. Anormal getiriyi hesaplayabilmek için, belirli bir zaman periyodunda, hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan diğer faktörlerin (muhasebe bilgisinin haricinde) etkisinin giderilmesi gerekir. Diğer bir deyişle, kazanç

duyurularının yapıldığı zamanda meydana gelen piyasa tepkisinin ne kadarının kazanç duyurularına bağlı olduğu tespit edilmelidir. Anormal getirinin, genellikle, fiili getiriden (hisse senedinin fiili fiyat hareketleri) beklenen getirinin (expected return) düşülmesi yoluyla hesaplandığı görülmektedir. Buradaki beklenen getiri, piyasaya özgü fiyat hareketleri sonucu oluşan getiridir (piyasa getirisi) ve normal getiri olarak da adlandırılabilir. Beklenmeyen kazanç; işletmenin kamuoyuna ilan edilmiş olan finansal performansının yatırımcılar tarafından tahmin edilememiş olan kısmını tanımlamak için kullanılan bir kavramdır. Diğer bir deyişle, fiili kazanç ile tahmin edilen kazanç arasındaki farktır. Şöyle ki; piyasaların, sadece piyasada mevcut olmayan ve/veya beklenmeyen (öngörülme) bilgiye tepki verdiği kabul edilir. Piyasanın bir şekilde haberdar olduğu ve/veya öngördüğü bilginin kamuoyuna duyurulmuş olmasının hisse senedi fiyatlarını etkilemediği varsayılır. Zira bilinen/öngörülen bilgi, hâlihazırda hisse senedi fiyatına yansımıştır. Bu nedenle, finansal tablo duyuruları bağlamında yapılan ampirik çalışmalarda, finansal tablo duyurularının beklenmeyen kısmını ölçmeye yönelik yaklaşımların kullanımı söz konusudur. Yüzeysel olarak belirtmek gerekirse, beklenmeyen kazanç tutarının hesaplanması; fiili kazanç tutarından öngörülen kazanç tutarının düşülmesini gerektirir.

^{vi} Burada değinilen belli başlı çalışmalara ek olarak, finansal tablo duyurularının bilgi değeri olduğu fikrine istatistiksel kanıt ileri süren çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Teknik ifadeyle, bu çalışmalar, kazanç duyuruları (beklenmeyen kısmı) ile anormal hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü ilişki olduğuna dair istatistiksel bulgu içermektedir (Kothari, 2001:112; Dhaliwal vd., 1991: 21). Bu nedenle olsa gerek, belirli bir aşamadan sonra, ilgili literatür bağlamında yapılan çalışmaların “muasebe duyurularının bilgi değeri olduğu” varsayımından hareketle gerçekleştirildiği söylenebilir (Bkz. Dhaliwal vd., 1991: 21). Dolayısıyla, konunun tarihsel gelişiminin anlatıldığı bu kısımda, sadece, öncü ve/veya çığır açıcı netilikteki çalışmalara değinilmekle yetinilmiştir.

^{vii} Bilgi niteliği kavramı; bilgi değeri ve/veya bilgi içeriği olarak algılanabilir.

^{viii} Yatırımcıların beklediği (öngördüğü) finansal performansın üzerinde bir kazanç içeren finansal tablo duyuruları; “pozitif yönlü beklenmeyen (öngörülemez) kazanç” olarak nitelendirilmektedir.

^{ix} Çalışmanın bu yaklaşımı, o zamanlar için, ilgili literatüre katkı sunan en önemli özelliğini oluşturmaktadır.

^x Kazançlara Tepki Katsayısı-KTK.

^{xi} Bir işletmenin değerini belirlemenin standart ölçüsü; klasik değerlendirme modelidir. Değerleme modeline göre; bir işletmenin hisse senetlerinin fiyatı, hisse senedi sahiplerinin o hisse senetlerinden elde edeceği faydaların bugünkü değerine eşittir (Kormendi ve Lipe, 1987: 324).

^{xii} Takip eden finansal tablo dönemlerinde de mevcut olması durumu.

^{xiii} İşletme kazançlarının sürekliliğinde ve/veya istikrarında yatırım karar ve fırsatlarının rolü düşünüldüğünde; beklenmeyen kazanç duyurularına yönelik piyasa tepkilerinin bu çerçeveden de değerlendirilmesi gerekebilir (Butler ve Han, 1994: 14).

^{xiv} Kazançların kalitesinin doğrudan ölçülmesine yönelik sorunlar nedeniyle dolaylı yollardan hareket etmiş olsalar da, kazançların kalitesinin ölçümüne ilişkin birçok yaklaşım geliştirilmiştir. İlgili literatürde kabul görme niteliğinden hareketle, bu yaklaşımlardan birkaçına değinmek yararlı görülebilir: (1) Kazançların kalitesini ölçmeye yönelik yaklaşımlardan birisi; Easton ve Zmijewski (1989) tarafından geliştirilmiştir. Çalışmada, bir işletmenin finansal performansının kalitesini ölçmek üzere, yeni açıklanmış üçer aylık finansal tablolar kullanılmıştır. Bu yaklaşıma göre; henüz açıklanmış olan üç aylık finansal tablolardaki bilginin kalitesi; finansal analistlerin bir sonraki üç aylık finansal performansla ilgili tahminleri (öngörüler) üzerinde yaptığı düzeltmenin (revizyon) büyüklüğüyle ölçülebilir. Diğer bir deyişle, bu yaklaşımda; finansal tablo duyurusu sonrasında, analistlerin, işletmenin bir sonraki dönem (üç aylık) finansal performansıyla ilgili tahminleri üzerinde yaptıkları düzeltmenin (revizyon) büyüklüğünden hareket edilmektedir (Scott, 2011: 75’den alıntı). Easton ve Zmijewski (1989) çalışmasında, finansal analistler, işletmenin gelecekteki performansıyla ilgili fikirlerini en son açıklanan

finansal tablolardaki bilgiler yoluyla güncelleştiren rasyonel yatırımcılar olarak görülmektedir. Çalışmanın bulgularına göre; finansal analistlerin, finansal tablolarda yer alan 1 USD'lik kazanç duyurusu için bir sonraki üç aylık kazanç tahminleri üzerinde, ortalama olarak, % 34 oranında revizyona gittikleri anlaşılmıştır. Burada bahsi geçen oran, çalışmada, "revizyon oranı" olarak adlandırılmaktadır. Çalışmanın sonuçlarına göre; reziyon oranının yüksekliği ölçüsünde, iyi veya kötü haber niteliğindeki kazanç duyurularının hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisi o ölçüde artmaktadır. Elde edilen bu sonuç, finansal analistlerin bir işletmenin finansal raporlama sisteminin kalitesine yönelik değerlendirmelerinin, yatırımcılar tarafından dikkate alındığına ilişkin görüşleri destekler niteliktedir (Scott, 2011: 75'den alıntı). (2) Kazançların kalitesini ölçmeye yönelik önemli yaklaşımlardan bir diğeri de; "Tahakkukların Kalitesi (accruals quality)" kavramıyla açıklanmaktadır (DeChow ve Dichev, 2002: 35; Scott, 2011: 166). Bu yaklaşım; DeChow ve Dichev (2002) tarafından önerilmiş olup, "Net Gelir=Ana Faaliyet Konusundan Kaynaklanan Nakit Akımı ± Net Tahakkuklar" şeklinde özetlenmekte ve eşitliğin sağındaki unsurlardan oluşmaktadır. Burada, net tahakkuklar pozitif olabileceği gibi negatif de olabilir. Net tahakkuklar değişkeni; alacaklar, şüpheli alacak karşılıkları, stoklar, amortisman giderleri ve satıcılar gibi "nakit olmayan çalışma sermayesi" kapsamında olan hesaplarda meydana gelen "değişim" tutarlarını göstermektedir. DeChow ve Dichev (2002)'e göre, kazançların kalitesi, öncelikle, "çalışma sermayesi tahakkukları"nın kalitesine bağlıdır. Zira işletmenin ana faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları; hatalara ve yöneticilerin yargı ve/veya eğilimlerine, nispeten, daha az maruz kalmaktadır (Scott, 2011: 75). DeChow ve Dichev (2002), tahakkukların kalitesini ölçmek üzere şu tarz bir yaklaşım benimsemişlerdir. Bu yaklaşıma göre; cari dönem "çalışma sermayesi tahakkukları" gelecek dönem nakde dönüştüğü ölçüde kalitelidir. Örneğin, dönem sonu Alıcılar hesabı bakiyesinin; 1.000 TL ve Şüpheli Alacak Karşılığı hesabının ise 100 TL olduğunu kabul edelim. Gelecek dönem alacakların 900 TL'si tahsil edilirse, bu durumda Alıcılar ve Şüpheli Alacak Karşılıkları tutarlarının yüksek kalitede olduğu kabul edilir. Zira nakde dönüşmesi beklenen tutar, tam da beklendiği tutar üzerinden nakde dönüşmüştür. Eğer 800 TL tahsil edilmiş olsaydı, tahakkukların kalitesinin biraz daha düşük olduğu söylenebilirdi. Zira 100 TL'lik bir tahmin hatası ortaya çıkmıştır. Tahmin hatasının oluşumunda, yöneticilerin finansal performansı olduğundan daha yüksek gösterme eğilimlerinin de etkisi olabilmektedir (Scott, 2011: 75). (3) Kazançların kalitesiyle ilgili değerlendirme yapılmasını imkân sunan yaklaşımlardan bir diğeri de "kazançların sürekliliği (earnings persistence)" kavramıyla açıklanmakta olup, söz konusu kavramla ilgili olarak çalışmanın ilgili kısmında açıklama yapılmıştır.

^{xv} Francis vd. (2004: 969, 972) çalışmasında, işletmenin finansal performansının niteliksel özelliklerini temsil etmek üzere yedi farklı değişken analize dâhil edilmiştir. Bunlar; (1) Tahakkukların Kalitesi, (2) Kazançların Süreklilik Özelliği, (3) Kazançların Öngörülebilir Olma Özelliği, (4) Kazançların Oynaklığı [Gelir Rakamları Serisinin Nakit Akımları Serisine Oranı], (5) Kazanç Rakamlarının Hisse Senedi Getirilerindeki Varyansı Açıklama Gücü, (6) Zamanında Açıklanma ve (7) İhtiyatlılık. Yazar bu değişkenlerden ilk dört tanesinin muhasebe verilerinden hareketle ölçüldüğünü belirterek, bunları muhasebe-bazlı nitelikler olarak tanımlamaktadır. Son üç değişken ise muhasebe ve piyasa verilerinin etkileşimi sonucu oluşan veriler kullanılarak hesaplandığından, "piyasa-bazlı" değişkenler olarak adlandırılmaktadır (Bkz. Francis vd., 2004: 969, 972).

^{xvi} Çalışmada benimsenen bu yaklaşımın dayandırıldığı teorik ve ampirik delillerle ilgili detaylı bilgi için (Bkz. Ecker vd., 2006).

^{xvii} Ecker vd., (2006: 751)'e göre; kazançların kalitesini ölçmek üzere tasarlanan e-loadings değişkeni, geleneksel değişkenlerin birçoğuyla pozitif yönlü anlamlı ilişki (korelasyon) göstermektedir.

^{xviii} Temerrüt riski (default risk); işletmenin borcunu zamanında ödeyememe ihtimalini ifade etmektedir.

^{xix} Özellikle de son dönemlerde yapılan ERC ile ilgili çalışmalarda, yatırımcıların kazanç beklentilerini temsil etmek üzere genellikle finansal analistlerin tahminlerinden yararlanıldığı söylenebilir (Bkz. Abarbanell vd., 1995: 40).

^{xx} Örneğin, finansal analistler arasında bir işletmenin gelecekteki finansal performansı ile ilgili genel kabul görmüş bir beklenti oluşmuş olması.

^{xxi} Finansal analistlerin kazanç beklentileri hangi şartlarda kesinlik (netlik) taşımaktadır? Bu kesinlik; kazançların kalitesi, firmayla ilgili tahminde bulunan analistlerin sayısı gibi faktörlerden nasıl etkilanmaktadır? Bu gibi konulara ilişkin detaylı bilgi için (Bkz. Abarbanell vd., 1995).

^{xxii} Imhoff ve Lobo (1992: 437-439), “finansal analistlerin kazanç tahminlerine yönelik belirsizliği” değişkeninin hem “beklenen nakit akımlarındaki belirsizliği” hem de “işletmenin finansal raporlama sisteminin etkinliğini” ölçmek amacıyla ampirik çalışmalarda temsilci değişken olarak kullanıldığına şahit olunduğunu ifade etmektedir. Imhoff ve Lobo (1992), bahsi geçen kullanımın doğurması muhtemel sakıncaları üzerinde detaylı olarak durmuşlardır. Imhoff ve Lobo (1992: 437)’ın istatistiksel analizlerden elde ettikleri kanaate göre; “finansal analistlerin kazançlara ilişkin tahminleri” değişkeninin, işletmenin finansal raporlama sisteminin etkinliğini ölçmeye yönelik olarak kullanılması daha uygundur.

^{xxiii} Ampirik çalışmalarda fiyatın bilgi verme özelliğinin temsilci değişkeni (proxy) olarak; genellikle, “firma büyüklüğü” değişkeninin kullanıldığı söylenebilir (Bkz. Das vd., 1998: 284). Firma büyüklüğü değişkeninin temsilci değişken olarak kullanılmasının altında yatan mantık; küçük işletmelere kıyasla, büyük işletmelerle ilgili haberlerin kamuoyuna yansımalarının çok daha fazla olduğuna inanılmasıdır. Nitekim daha çok sayıda yatırımcıyı ilgilendirmesi nedeniyle, hem hukuki zorunlulukların hem de sermaye piyasasının ilgisi bu tür büyük işletmelerle ilgili haberlerin kamuoyuna yansımalarını kolaylaştırmaktadır. İşletme büyüklüğü ile o işletme hakkında kamuoyuna yansıyan bilginin miktarı arasındaki pozitif yönlü ilişkiye ampirik kanıt için (Bkz. Zeghal, 1984: 299-300). İşletme büyüklüğü ile finansal analistlerin ilgisi (söz konusu işletmelere yönelik tahmin sayısı) arasında pozitif yönlü ilişkiye yönelik ampirik kanıt için (Bkz. O’Brien ve Bhushan, 1990: 57; Das vd., 1998: 284). Firma büyüklüğü değişkeninin fiyatın bilgi verme özelliğinin temsilci değişkeni olamayacağını ileri süren, diğer bir deyişle; firma büyüklüğü değişkeni aleyhine bulgular içeren ampirik çalışmalar da vardır. Bu çelişkinin muhtemel nedeni; hisse senedi fiyatının bilgi verme özelliğini temsil ediyor olmasının yanında, firma büyüklüğü değişkeninin; risk ve büyüme gibi işletmenin diğer karakteristik özelliklerini de temsil edebiliyor olmasıyla açıklanabilir (Bkz. Scott, 2011: 168; Chan ve Chen, 1988: 323).

^{xxiv} İlgili literatürde, piyasa tepkisinin ölçüsü olarak, çoğunlukla, fiyat değişkeninin kullanımı söz konudur. Diğer taraftan, Bamber (1987)’e göre; temelde aynı ekonomik etmenleri yansıtsa bile, piyasa tepkisini ölçme açısından fiyat ve alım-satım hacmi arasında bazı farklılıklar vardır. Buna göre; fiyat değişkenine kıyasla, alım-satım hacmi değişkeni, piyasa tepkisi içerisindeki farklılıklara karşı daha duyarlıdır. Bu düşünceden hareketle bu çalışmada, piyasa tepkisinin ölçüsü olarak hisse senedi alım-satım hacmi değişkeni kullanılmıştır. Detaylı açıklama için (Bkz. Bamber, 1987: 511-512, 529; Elmas ve Yıldırım, 2010).

Kaynakça

- Abarbanell, J.S.; Lanen, W.N. ve Verrecchia, R.E. (1995), “Analysts’ Forecasts as Proxies for Investor Beliefs in Empirical Research,” *Journal of Accounting & Economics*, 20, ss.31-60.
- Ball, R. ve Brown, P. (1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, 6(2), ss.159-178.
- Bamber, L.S. (1987), “Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume Around Quarterly Earnings Announcements,” *The Accounting Review*, 62(3), ss.510-532.

-
- Beaver, W.H.; Clarke, R. ve Wright, W.F. (1979), "The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors," *Journal of Accounting Research*, 17(2), ss.316-340.
- Beaver, W.H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, 6(Supplement), ss.67-92.
- Butler, K.C. ve Han, K.C. (1994), "Market Response to Earnings Announcements: The Effects of Firm Characteristics," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33(3), ss.3-15.
- Chan, K.C. ve Chen, N. (1988), "An Unconditional Asset-Pricing Test and the Role of Firm Size as an Instrumental Variable for Risk," *The Journal of Finance*, 43(2), ss.309-325.
- Das, S.; Levine, C.B. ve Sivaramakrishnan, K. (1998), "Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts," *The Accounting Review*, 73(2), ss.277-294.
- Dechow, P.M. ve Dichew, I.D. (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77(Autumn), ss.35-59.
- Dhaliwal, D.S.; Lee, K.J. ve Fargher, N.L. (1991), "The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage," *Contemporary Accounting Research*, 8(1), ss.20-41.
- Dhaliwal, D.S. ve Reynolds, S.S. (1994), "The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, 69(2), ss.412-419.
- Doğan, A.; Güngör Tanç, Ş. ve Tanç, A. (2008), "Makul Değer Muhasebesi ve İşletme Yönetimi Üzerine Etkileri," *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), ss.453-473.
- Ecker, F.; Francis, J.; Kim, I.; Olsson, P.M. ve Schipper, K. (2006), "A Returns-Based Representation of Earnings Quality," *The Accounting Review*, 81(4), ss.749-780.
- Elliott, J.A. ve Hanna, J. D. (1996), "Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings," *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), ss.135-155.
- Elmas, B. ve Yıldırım, M. (2010), "Kriz Dönemlerinde Hisse Senedi Fiyatı ile İşlem Hacmi İlişkisi: İMKB'de İşlem Gören Bankacılık Sektör Hisseleri Üzerinde Bir Uygulama," *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), ss.37-46.
- Francis, J.; LaFond, R.; Olsson, P.M. ve Schipper, K. (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes," *The Accounting Review*, 79(4), ss.967-1010.

-
- Garman, M.B. ve Ohlson, J.A. (1980), "Information and the Sequential Valuation of Assets in Arbitrage-Free Economies," *Journal of Accounting Research*, 18(2), ss.420-440.
- Harter, C.I. (1991), "An Analysis of the Effect of Discretionary Cash on the Earnings Response Coefficient," *Doctor of Philosophy*, University of Nebraska, Lincoln, Nebraska, UMI Dissertation Services.
- Holthausen, R.W. ve Verrecchia, R.E. (1988), "The Effect of Sequential Information Releases on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Asset Market," *Journal of Accounting Research*, 26(1), ss.82-106.
- Imhoff, E.A. ve Lobo, G.J. (1992), "The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients," *The Accounting Review*, 67(2), ss.427-439.
- Kormendi, R. ve Lipe, R. (1987), "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns," *Journal of Business*, 60(3), ss.323-345.
- Kothari, S.P. (2001), "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting & Economics*, 31, ss.105-231.
- Lev, B. (1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, 27(Supplement), ss.153-192.
- O'Brien, P.C. ve Bhushan, R. (1990), "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research*, 28(Supplement), ss.55-76.
- Ramakrishnan, R.T.S. ve Thomas, J.K. (1997), "Valuation of Permanent, Transitory and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings," *Working Paper*, Columbia University Business School.
- Scott, W. (2011), *Financial Accounting Theory*, Sixth Edition, Pearson Prentice Hall, Toronto.
- Seaton III, L. (1991), "Economic Consequences of Accounting Regulation: An Empirical Analysis of Changes in Employers' Accounting For Pensions," *Doctor of Philosophy*, University of Nebraska.
- Visvanathan, G. (2006), "An Empirical Investigation of 'Closeness to Cash' As a Determinant of Earnings Response Coefficients," *Accounting and Business Research*, 36(2), ss.109-120.
- Watts, R.L. ve Zimmerman, J.L. (1990), "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective," *The Accounting Review*, 65(1), ss.131-156.
- Wilson, W.M. (2005), "The Information Content of Earnings Following Restatements," *Doctor of Philosophy*, University of North Carolina.
- Zeghal, D. (1984), "Firm Size and the Informational Content of Financial Statements," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), ss.299-310.