

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ALTERNATİF PERFORMANS ÖLÇÜTLERİNİN
FİNANSAL PERFORMANSLA İLİŞKİSİ VE BİLGİ
ORTAMI KALİTESİNİN ROLÜ**



DOKTORA TEZİ

Hilal Merve ALAGÖZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

HAZİRAN 2025

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ALTERNATİF PERFORMANS ÖLÇÜTLERİNİN
FİNANSAL PERFORMANSLA İLİŞKİSİ VE BİLGİ
ORTAMI KALİTESİNİN ROLÜ**

DOKTORA TEZİ

Hilal Merve ALAGÖZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

HAZİRAN 2025

ÖNSÖZ

Akademik dünyaya duyduğum bağlılık ve öğrenme arzusunun, bugüne kadar süregelen kararlılığımın temelinde yer aldığını belirtmek isterim. Küçük yaşlardan itibaren bu dünyanın bir parçası olmak, benim için yalnızca bilgiyle buluşmak değil, aynı zamanda değerli insanların izlerini taşıyan bir yolda yürümek anlamına geldi. Bu süreçte bana rehberlik eden ve desteğini esirgemeyen kıymetli isimlere teşekkür etmeden bu çalışmayı sunmam eksik olurdu.

Öncelikle, tez danışmanım Doç. Dr. Oğuzhan Bahadır’a, bu süreç boyunca gösterdiği sabır, destek ve rehberlik için en içten teşekkürlerimi sunuyorum. Tez yazımının her aşamasında akademik rehberliğini ve içten desteğini hissettiren, eleştirel düşünme yeteneğimi geliştirmemde katkı sağlayan hocamın emeği, bu çalışmanın temel taşlarından biridir. Ayrıca, akademik kariyerimde yolumu aydınlatan, bana ilham veren ve bu süreçte değerli katkılarını sunan Prof. Dr. Volkan Demir’e şükranlarımı sunarım. Onun akademik disiplini, vizyonu ve destekleyici yaklaşımı, bu çalışmayı bir adım öteye taşıyan en önemli etkenlerden biri olmuştur. Tez sürecimin her aşamasında bilgi ve deneyimleriyle katkıda bulunan, akademik yolculuğumda hep yanımda olan Prof. Dr. Selahattin Karabınar’a da içtenlikle teşekkür ederim. Onların rehberliği, bu çalışmayı daha anlamlı ve kapsamlı bir hale getirdi.

Akademiye olan sevgimin ve bağlılığımın temellerini atan aileme, sevgili babam Ali Alagöz ve annem Leyla Alagöz’e özel bir teşekkürü borç bilirim. Babamın akademik disiplini, annemin sonsuz desteği ve ikisinin de bana kattığı değerler, bu tezde olduğu kadar tüm hayatımda iz bırakmıştır. Sorgulayıcı zihin yapısını ve sorumluluk duygusunu bana aşıladıkları için onlara minnettarlığımı ifade etmek isterim. Bu süreçte her zorlukta yanımda olan, sevgisini ve desteğini bir an olsun esirgemeyen kardeşim Feyza Alagöz’e de içten teşekkür ediyorum. Onun varlığı, bu zorlu yolculuğu daha anlamlı ve keyifli bir hale getirdi. Beni motive eden, zor zamanlarımda güç veren desteği, bu çalışmanın arkasındaki görünmez bir dayanak noktasıdır. Her daim yanımda olduğun için teşekkür ederim.

Ata'mızın da dediği gibi "Umutsuz durumlar yoktur, umutsuz insanlar vardır. Ben hiçbir zaman umudumu yitirmedim." Tez çalışmalarımın en yoğun döneminde, haksız biçimde işimi kaybetmek ilk bakışta karanlık bir döneme işaret ediyor gibi olsa da bu deneyim, beni geri çekmek yerine olması gereken yeni kişiliğime evrilten bir kaldıraç oldu; araştırma tutkumun sınırlarını genişletti, dayanıklılığımı pekiştirdi ve vizyonumu berraklaştırdı. Bugün, karşılaştığım zorlukların bana kattığı güçle akademinin ve iş dünyasının kesiştiği yeni kulvarlarda ilerlemeye hazır, heyecanlı ve dimdik ayaktayım. Buraya düşen bu satırların beş yıl sonra okunduğunda, umut ve kararlılıkla yazılmış bir "kendini gerçekleştiren kehanet"e dönüştüğünü görmekten onur duyacağıma inancım tamdır. Yolculuğumda küçük de olsa emeği, sözü, desteği olan sayamadığım daha nice isime sonsuz minnettarlığımla—iyi ki varsınız.

İstanbul,

Haziran, 2025

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	vii
TABLO LİSTESİ	ix
RESUMÉ	x
ABSTRACT	xiii
ÖZET	xvi
GİRİŞ.....	1
1. ALTERNATİF PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ VE KURAMSAL ÇERÇEVE 5	
1.1. Alternatif Performans Ölçütlerinin Tanımı ve Özellikleri	5
1.2. Alternatif Performans Ölçütlerine Kullanımı ve Buna İlişkin Endişeler	7
1.3. GAAP dışı / Alternatif Performans Ölçütlerinin Raporlamasının Düzenleyici Çerçevesi.....	9
1.3.1. GAAP dışı Raporlamaya İlişkin Düzenlemeler	9
1.3.2. Alternatif Performans Ölçütlerindeki İlişkin Düzenlemeler	13
2. SEÇİLMİŞ LİTERATÜR TARAMASI.....	17
2.1. Alternatif Performans Ölçütleri ve GAAP Dışı Raporlamasına Yönelik Motivasyonlar	17
2.1.1. Bilgilendirici Motivasyon.....	17
2.1.2. Fırsatçı Motivasyon	30
2.1.3. Karma Bulgular	41
3. ARAŞTIRMA MODELİ, DEĞİŞKENLER VE YÖNTEM.....	48
3.1. Araştırmanın Amacı.....	48
3.2. Hipotezler ve Model Geliştirme.....	49
3.3. Araştırma Modeli ve Denklem	51
3.4. Örneklem ve Veri Seti	54
3.4. Model Değişkenleri.....	54
3.5. Bilgi Ortamı Kavramı ve Ölçüm Yaklaşımları.....	56
3.6. Araştırma Yöntemi ve Sonuçlar.....	60
3.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler	60
3.6.2. Panel Regresyon Sonuçları.....	64
3.6.3. Sağlamlık Sonuçları.....	85
SONUÇ	102
KAYNAKÇA	107
EKLER.....	Error! Bookmark not defined.
ÖZGEÇMİŞ.....	124
TEZ ONAY SAYFASI.....	125

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AcSB	: Accounting Standards Board (Muhasebe Standartları Kurulu)
APM	: Alternative Performance Measures
ASIC	: Australian Securities and Investments Commission
BİST	: Borsa İstanbul
C&DI	: Compliance and Disclosure Interpretations
CESR	: The Committee of European Securities Regulators
CSA	: Canadian Securities Administrators
CSRC	: China Securities Regulatory Commission
EBITDA	: Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation
ESMA	: European Securities and Markets Authority
FAF	: Financial Accounting Foundation
FASB	: Financial Accounting Standards Board
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FRC	: Financial Reporting Council (UK)
FRF	: Financial Reporting Framework
FSA	: Financial Services Agency (Japan)
FSCA	: Financial Sector Conduct Authority (South Africa)
HEPS	: Headline Earnings per Share
HKEX	: Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
IAS	: International Accounting Standards
IASB	: International Accounting Standards Board
I/B/E/S	: Kurumsal Aracı Kurumların Tahmin Sistemi

IEI	: Information Environment Index
IFAC	: International Federation of Accountants
IFRS	: International Financial Reporting Standards
IMF	: International Monetary Fund
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
PCA	: Principal Component Analysis
PCAOB	: Public Company Accounting Oversight Board
Regulation G	: SEC Regulation on Non-GAAP Financial Measures
Regulation S-K	: SEC's Financial Reporting Framework
ROA	: Return on Assets
SAB 99	: Staff Accounting Bulletin 99
SEC	: Securities and Exchange Commission
SFC	: Securities and Futures Commission
SGX RegCo	: Singapore Exchange Regulation Company
SOX	: Sarbanes-Oxley Act
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
US-GAAP	:US- Generally Accepted Accounting Principles

TABLO LİSTESİ

<u>Tablo 1 Amerika Birleşik Devletleri’ndeki GAAP dışı ölçütlere ilişkin düzenlemeler</u>	12
<u>Tablo 2 Avrupa Bölgesindeki alternatif performans ölçütlerine ilişkin düzenlemeler</u>	16
<u>Tablo 3 Model Değişkenleri</u>	56
<u>Tablo 4 Tanımlayıcı İstatistikler</u>	61
<u>Tablo 5 Ana Değişkenler Arası Pearson Korelasyon Matrisi</u>	63
<u>Tablo 6 Hausman Testi Sonuçları (H1 Ana Etki Modelleri)</u>	65
<u>Tablo 7 ROA İçin Panel Regresyon Sonuçları (H1a Modeli)</u>	66
<u>Tablo 8 Tobin’s Q İçin Panel Regresyon Sonuçları</u>	68
<u>Tablo 9 Q1–Q4 Hisse Getirileri İçin Panel Regresyon Sonuçları</u>	70
<u>Tablo 10 ROA Modeli için Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları</u>	72
<u>Tablo 11 Tobin’s Q Modeli için Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları</u>	75
<u>Tablo 12 Q1–Q4 Hisse Getirileri İçin Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları</u>	77
<u>Tablo 13 ROA Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler</u>	79
<u>Tablo 14 Tobin’s Q Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler</u>	81
<u>Tablo 15 Q1–Q4 Hisse Getirileri Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler</u>	83
<u>Tablo 16 Zaman Bölümlendirmeli ROA Modeli Regresyon Sonuçları</u>	86
<u>Tablo 17 Zaman Bölümlendirmeli Tobin’s Q Modeli Regresyon Sonuçları</u>	88
<u>Tablo 18 Q1 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları</u>	90
<u>Tablo 19 Q2 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları</u>	92
<u>Tablo 20 Q3 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları</u>	94
<u>Tablo 21 Q4 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları</u>	97

RESUMÉ

Cette étude analyse l'impact des mesures de performance alternatives (APM) sur la performance financière et évalue le rôle modérateur de la qualité de l'environnement informationnel dans cette relation. Ces dernières années, les APM—en particulier l'EBITDA ajusté—ont pris une importance croissante dans les rapports financiers des entreprises et influencé de manière significative les décisions des investisseurs. Malgré cette progression, la littérature comporte encore relativement peu d'études empiriques évaluant l'effet des APM sur la performance financière, notamment en tenant compte de l'influence modératrice de l'environnement informationnel.

Deux perspectives théoriques dominantes structurent le débat sur les APM : la perspective informative, selon laquelle les APM répondent aux besoins d'information des investisseurs et réduisent l'asymétrie d'information, et la perspective opportuniste, qui soutient que les dirigeants peuvent recourir à ces mesures pour présenter une image biaisée ou trop favorable de la performance. En mobilisant ces deux approches, l'étude apporte une contribution nuancée et intégrée à la littérature existante.

L'échantillon se compose des entreprises du BIST 100 qui publient leurs états financiers selon les normes IFRS sur la période 2015-2024. Le jeu de données est construit à partir des rapports financiers et des informations disponibles sur la Public Disclosure Platform (KAP). L'EBITDA ajusté est retenu comme mesure alternative, tandis que le return on assets (ROA), la valeur de marché de l'entreprise (Q de Tobin) et les rendements boursiers trimestriels (T1-T4) servent d'indicateurs de performance.

Pour quantifier la qualité de l'environnement informationnel, un indice composite est élaboré à partir de quatre variables couramment utilisées : le volume des transactions, la capitalisation boursière, l'écart acheteur-vendeur et le nombre d'analystes. Cet indice, construit par analyse en composantes principales (ACP), capture la nature multidimensionnelle de l'environnement informationnel.

Les entreprises dotées d'un environnement informationnel de haute qualité présentent une asymétrie d'information moindre, tant dans leurs mécanismes de

gouvernance interne que dans leur communication financière externe. Leurs actions se caractérisent généralement par une liquidité et une valeur de marché élevées, attirant ainsi une base d'investisseurs plus large et faisant l'objet d'exigences accrues en matière de transparence. Les faibles écarts acheteur-vendeur confirment en outre la bonne circulation de l'information sur le marché. Ces attributs définissent un environnement propice à des décisions éclairées et fondées sur les données.

L'étude teste trois grands ensembles d'hypothèses : (1) l'effet direct des APM sur la performance financière ; (2) le rôle modérateur de la qualité de l'environnement informationnel via des termes d'interaction ; et (3) l'existence d'effets non linéaires capturés par des spécifications quadratiques. Des modèles de régression sur données de panel à effets fixes sont estimés et des tests de robustesse sont effectués au moyen de spécifications à effets fixes sectoriels et de modèles segmentés dans le temps.

Les résultats empiriques indiquent que l'EBITDA ajusté exerce un impact positif et statistiquement significatif sur tous les indicateurs de performance (ROA, Q de Tobin et rendements trimestriels), soulignant la valeur informationnelle des APM. Ces conclusions corroborent la perspective informative, suggérant que les APM ne sont pas de simples outils de reporting mais également des vecteurs stratégiques de communication d'une performance sous-jacente plus transparente.

S'agissant du rôle modérateur, les interactions entre l'EBITDA ajusté et l'indice d'environnement informationnel sont significatives et positives dans les modèles ROA et Q de Tobin. Cela indique qu'au sein des entreprises bénéficiant d'un environnement informationnel de qualité, le pouvoir de signalisation de l'EBITDA ajusté est renforcé. En revanche, les effets sur les rendements boursiers varient selon les trimestres, mettant en lumière la dimension dynamique et contextuelle de la réaction des investisseurs aux APM.

Les analyses non linéaires révèlent que la relation entre l'EBITDA ajusté, le ROA et les rendements boursiers présente des rendements marginaux décroissants au-delà d'un certain seuil. Si, dans un premier temps, les APM délivrent des signaux pertinents—conformément à la perspective informative—un recours excessif peut susciter le scepticisme des investisseurs, donnant ainsi partiellement crédit à la

perspective opportuniste. Ces résultats soulignent l'importance d'intégrer la non-linéarité pour mieux appréhender la complexité des comportements de marché.

Globalement, les résultats dressent un tableau nuancé : les effets linéaires positifs appuient l'approche informative tandis que les rendements marginaux décroissants offrent des indices d'utilisation opportuniste potentielle. Le rôle modérateur de l'environnement informationnel suggère qu'une transparence accrue et une information plus riche peuvent atténuer les risques de mauvaise utilisation des APM.

Cette recherche contribue à la littérature de plusieurs manières. Sur le plan théorique, elle étend les travaux existants en introduisant l'interaction entre APM et environnement informationnel et en considérant la dynamique non linéaire. Sur le plan pratique, elle propose des pistes utiles pour les dirigeants, les investisseurs, les analystes et les régulateurs en soulignant la dimension contextuelle de l'efficacité des APM.

Parmi les limites de l'étude figurent la focalisation sur les entreprises du BIST 100, l'usage exclusif de l'EBITDA ajusté comme APM et la période temporelle restreinte. Des recherches futures pourraient comparer des échantillons transnationaux, examiner des effets à plus long terme ou analyser d'autres APM sous différents référentiels comptables.

En conclusion, cette étude montre que l'incidence des mesures de performance alternatives sur la performance financière est complexe et tributaire du contexte. Elle met en exergue le rôle déterminant de la qualité de l'environnement informationnel dans la crédibilité et l'utilité des APM, offrant ainsi une compréhension plus approfondie de leur fonction au sein du reporting financier.

ABSTRACT

This study investigates the impact of alternative performance measures (APMs) on financial performance and examines the moderating role of information environment quality in this relationship. In recent years, APMs—particularly Adjusted EBITDA—have gained increasing prominence in corporate financial reporting and have significantly influenced investor decision-making. Despite their growing use, the literature contains relatively few empirical studies assessing the impact of APMs on financial performance, especially in conjunction with the moderating influence of the information environment.

Two dominant theoretical perspectives shape the discourse on APMs: the informative perspective and the opportunistic perspective. The informative view posits that APMs help meet investors' informational needs and reduce information asymmetry. In contrast, the opportunistic view argues that managers may exploit these measures to present a distorted or overly favorable picture of performance. This study engages with both perspectives, offering a nuanced and theory-integrated contribution to the existing literature.

The sample comprises firms listed on the BIST100 index between 2015 and 2024 that report under IFRS standards. The dataset is constructed using financial reports and disclosures obtained from the Public Disclosure Platform. Adjusted EBITDA is employed as the alternative performance measure, while return on assets (ROA), market-based firm value (Tobin's Q), and quarterly stock returns (Q1–Q4) serve as the financial performance indicators.

To measure information environment quality, a composite index is developed using four commonly cited variables in the literature: trading volume, market capitalization, bid–ask spread, and the number of analysts. This index is derived through principal component analysis (PCA) to capture the multidimensional nature of the information environment.

Firms characterized by a high-quality information environment exhibit lower levels of information asymmetry, both in internal governance and external financial

communications. Their stocks typically demonstrate higher liquidity and market value, attracting a broader investor base and facing greater transparency expectations. Moreover, narrow bid–ask spreads indicate well-functioning markets with adequate information flow, further supporting the notion of reduced asymmetry. Together, these attributes define an information environment that supports stakeholders in making informed, data-driven decisions.

The study tests three main sets of hypotheses: (1) the direct effect of APMs on financial performance; (2) the moderating role of the information environment via interaction terms; and (3) potential nonlinearities captured through quadratic specifications. Panel regression models using fixed effects estimators are employed, and robustness checks are performed using industry-fixed effects and time-segmented models.

Empirical findings reveal that Adjusted EBITDA has a statistically significant and positive effect on all performance indicators (ROA, Tobin’s Q, and quarterly stock returns), underscoring the informational value of APMs. These results align with the informative perspective, suggesting that APMs serve not only as reporting tools but also as strategic means of conveying underlying performance more transparently.

With regard to moderation, the interaction terms between Adjusted EBITDA and the information environment index are statistically significant and positive in the ROA and Tobin’s Q models. This indicates that in firms with high information environment quality, the signaling power of Adjusted EBITDA is amplified. In contrast, the moderating effects on stock returns vary by quarter, highlighting the dynamic and context-dependent nature of investor responsiveness to APMs.

Findings on nonlinear effects show that the relationship between Adjusted EBITDA and both ROA and stock returns exhibits diminishing marginal returns beyond a certain threshold. This suggests that while APMs initially provide valuable signals—consistent with the informative view—excessive reliance may prompt skepticism among investors, thereby lending partial support to the opportunistic perspective. These outcomes reinforce the importance of modeling nonlinearity to better capture the complexities of market behavior.

Overall, the results offer a mixed but insightful picture. The positive linear effects support the informative perspective, while the diminishing marginal effects provide evidence for potential opportunistic use. The moderating role of the information environment indicates that greater transparency and information richness can mitigate the risks associated with APM misuse.

This study makes several contributions to the literature. Theoretically, it extends existing research by introducing the interaction between APMs and the information environment, and by accounting for nonlinear dynamics. Practically, it offers relevant implications for corporate managers, investors, analysts, and regulators by underscoring the context-sensitive nature of APM effectiveness.

Limitations of the study include its focus on BIST100 firms, the exclusive use of Adjusted EBITDA as the APM, and the limited time frame. Future research could explore cross-country samples, longitudinal effects, or alternative APMs under different reporting regimes. In conclusion, this study demonstrates that the impact of alternative performance measures on financial performance is complex and context-specific. It emphasizes the critical role of the information environment in shaping both the credibility and utility of APMs, contributing to a more nuanced understanding of their function in financial reporting.

ÖZET

Bu çalışma, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisini ve bu ilişkide bilgi ortamı kalitesinin düzenleyici rolünü incelemektedir. Alternatif performans ölçütleri, özellikle Düzeltilmiş FAVÖK (Adjusted EBITDA), son yıllarda şirketlerin finansal raporlamalarında giderek daha fazla yer almakta ve yatırımcı kararlarını etkilemektedir. Ancak, bu ölçütlerin finansal performans üzerindeki etkisi ve bu etkiyi şekillendiren bilgi ortamının moderatör etkisi ile ele alan literatürde sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır.

Literatürde alternatif performans ölçütlerinin etkisi konusunda bilgilendirici teori ve fırsatçı teori olmak üzere iki temel yaklaşım bulunmaktadır: Bilgilendirici teori, alternatif performans ölçütlerinin yatırımcıların bilgi ihtiyacını karşıladığını ve bilgi asimetrisini azalttığını savunurken; fırsatçı teori, şirketlerin bu ölçütleri manipülatif amaçlarla kullanabileceğini öne sürmektedir. Bu çalışma, her iki teorik perspektifi de dikkate alarak, bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkideki düzenleyici rolünü inceleyerek literatüre özgün bir katkı sunmaktadır.

Araştırmanın örneklemini, 2015-2024 yılları arasında BIST100 endeksinde yer alan ve IFRS raporlaması yapan şirketler oluşturmaktadır. Veri seti, şirketlerin finansal raporlarından ve Kamuyu Aydınlatma Platformundan elde edilen bilgilerden oluşturulmuştur. Çalışmada, alternatif performans ölçütü olarak Düzeltilmiş FAVÖK kullanılmış, finansal performans göstergeleri olarak ise aktif kârlılık (ROA), firma piyasa değeri (Tobin Q) ve hisse senedi getirileri (Q1-Q4) incelenmiştir.

Bilgi ortamı kalitesini ölçmek için, literatürde sıklıkla kullanılan dört değişkenin (işlem hacmi, piyasa değeri, alım-satım farkı ve analist sayısı) birleşiminden oluşan kapsamlı bir endeks geliştirilmiştir. Bu endeks, temel bileşenler analizi kullanılarak oluşturulmuş ve bilgi ortamı kalitesinin çok boyutlu yapısını yansıtacak şekilde tasarlanmıştır.

Bilgi ortamı kalitesi yüksek olduğu tespit edilen şirketler, hem içsel yönetim süreçlerinde hem de dış paydaşlarla kurdukları finansal iletişimde bilgi asimetrisini en aza indirebilen yapılardır. Ayrıca, söz konusu şirketlerin hisse senetleri yüksek işlem

hacmine ve piyasa değerine sahiptir; bu da daha geniş bir yatırımcı kitlesine hitap etmeleri ve şeffaflık baskısı altında olmalarına yol açar. Son olarak, bu şirketlerin hisseleri düşük alış-satış makasına (bid-ask spread) sahiptir; bu da piyasanın şirket hakkında yeterli ve dengeli bilgiye sahip olduğunu, dolayısıyla bilgi asimetrisinin düşük düzeyde olduğunu gösterir. Tüm bu unsurlar, şirketin bilgi ortamı kalitesinin yüksek olduğunu ve bilgiye dayalı karar alma süreçlerinde paydaşlara avantaj sağladığını göstermektedir.

Çalışmadaki araştırma hipotezleri, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki doğrudan etkisini ana model hipotezleri ile; bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkideki düzenleyici rolünü etkileşim terimli hipotezlerle ve olası doğrusal olmayan etkileri karesel terimli hipotezlerle test etmektedir. Hipotezlerin test edilmesinde, panel regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve sabit etkiler tahmincisi tercih edilmiştir. Ayrıca sektör bazlı sabit etkiler ve zaman bölümlendirme testi ile model sağlamlık testleri gerçekleştirilmiştir.

Araştırma bulguları, Düzeltilmiş FAVÖK'ün tüm finansal performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, alternatif performans ölçütlerinin şirketlerin finansal performansını açıklamada önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. Bu ilişki sayesinde literatürdeki alternatif performans ölçütü kullanımının şirketlerin kendi hikayelerini anlatmada ve bilgilendirici rolünü desteklemektedir.

Bilgi ortamı kalitesinin düzenleyici rolüne ilişkin bulgulara ise, bilgi ortamı endeksi ile Düzeltilmiş FAVÖK arasındaki etkileşim teriminin, ROA ve Tobin Q modeli için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, bilgi ortamı kalitesi yüksek olan şirketlerde, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA ve Tobin Q üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Çeyreklik hisse senedi getirilerde ise dönemsel farklılıklara rastlanmaktadır. Bu durum aradaki ilişkinin bilgi ortamının moderatör etkisi ile incelendiğinde karmaşık sinyaller yarattığını göstermektedir.

Doğrusal olmayan etkilere ilişkin bulgular ise, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA ve tüm çeyreklik hisse getirileri üzerindeki etkisinin doğrusal olmadığını, belirli bir eşik

değerden sonra marjinal etkinin azaldığını göstermektedir. Bu bulgular, düzeltilmiş FAVÖK kullanımının başta bilgilendirici motivasyonla uyumlu olduğunu, ancak belirli eşiklerin aşılması durumunda bu sinyalin yatırımcılar açısından sorgulanabilir hâle gelebileceğini düşündürmektedir. Bu yönüyle model, performans analizlerinde marjinal etkinliğin sınırlarını dikkate alan doğrusal olmayan modellere duyulan gereksinimi açıkça ortaya koymaktadır.

Araştırma bulguları hem bilgilendirici teori hem de fırsatçı teori perspektifinden değerlendirilebilecek karma sonuçlar sunmaktadır. Düzeltilmiş FAVÖK'ün finansal performans göstergeleri üzerindeki pozitif etkisi, bilgilendirici teorinin öngörülerini desteklerken; bu etkinin doğrusal olmaması ve belirli bir noktadan sonra marjinal faydanın azalması, fırsatçı teorinin bazı yönlerini desteklemektedir. Bilgi ortamı kalitesinin düzenleyici rolüne ilişkin bulgular ise, şeffaflığın ve bilgi kalitesinin, alternatif performans ölçütlerinin potansiyel manipülatif etkilerini sınırlandırabileceğini göstermektedir.

Bu çalışma, alternatif performans ölçütleri ve finansal performans arasındaki ilişkiye dair literatüre hem teorik hem de pratik açıdan önemli katkılar sunmaktadır. Teorik açıdan, bilgi ortamı perspektifi ve doğrusal olmayan etkiler gibi yeni bakış açıları sunarak, literatürdeki mevcut anlayışı genişletmektedir. Pratik açıdan ise, yatırımcılar, şirket yöneticileri, düzenleyici kurumlar ve analistler için değerli içgörüler ve öneriler sunmaktadır.

Araştırmanın sınırlılıkları arasında, örneklemin BIST100 şirketleriyle sınırlı olması, belirli bir zaman dilimini kapsamaması ve sadece Düzeltilmiş FAVÖK'e odaklanması yer almaktadır. Gelecek çalışmalar, farklı ülkelerde ve farklı raporlama rejimlerinde karşılaştırmalı analizler yapabilir, uzun vadeli etkileri inceleyebilir ve farklı alternatif performans ölçütlerinin etkilerini karşılaştırabilir.

Sonuç olarak, bu çalışma, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok boyutlu olduğunu ve bu etkinin bağlamsal faktörlere bağlı olduğunu göstermektedir. Özellikle, bilgi ortamı kalitesinin alternatif performans ölçütlerinin etkinliğini şekillendiren önemli bir faktör olduğu vurgulanmaktadır. Bu bulgular, alternatif performans ölçütlerinin finansal

raporlamadaki rolü ve etkisi hakkında daha kapsamlı bir anlayış geliştirmeye katkıda bulunmaktadır.



GİRİŞ

Son yıllarda kurumsal finansal iletişim alanında yaşanan gelişmeler şirketlerin finansal performanslarını yatırımcılara ve diğer tüm paydaşlara sunma biçimlerinde önemli farklılıklara yol açmıştır. Özellikle Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın (UFRS) ve Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (US-GAAP) gibi küresel ölçekte yaygınlaşan uygulamalar finansal iletişimin standartlaşmasına teşvik etmiştir. Ancak şirketler kendi finansal hikayelerini anlatırken standart muhasebe ilkelerine dayalı finansal raporlamanın yanı sıra alternatif performans ölçütlerini (GAAP dışı ölçütleri) gibi standart dışı yeni ölçütlere de sıklıkla yer vermektedir.

Alternatif performans ölçütleri, özellikle Düzeltilmiş FAVÖK (EBITDA), son on yılda kurumsal finansal raporlamanın ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Deloitte'un 2023 yılında yaptığı bir araştırmaya göre, küresel ölçekte halka açık şirketlerin %85'inden fazlası, finansal raporlarında en az bir alternatif performans ölçütü kullanmaktadır. Bu ölçütler, şirketlerin tek seferlik, olağandışı veya nakit olmayan kalemlerin etkisini elimine ederek, temel faaliyet performanslarını daha net bir şekilde gösterme iddiasıyla sunulmaktadır. Yatırımcılar, analistler ve diğer finansal bilgi kullanıcıları da karar verme süreçlerinde bu alternatif ölçütleri giderek daha fazla dikkate almaktadır.

Alternatif performans ölçütlerinin artan kullanımı, düzenleyici kurumların da dikkatini çekmiş ve bu alanda çeşitli düzenlemeler yapılmasına yol açmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nde Securities and Exchange Commission ve Avrupa'da European Securities and Markets Authority (ESMA) gibi düzenleyici kurumlar, alternatif performans ölçütlerinin sunumuna ilişkin çeşitli kılavuzlar ve düzenlemeler yayınlamıştır. Bu düzenlemelerin temel amacı, alternatif performans ölçütlerinin kullanımının önüne geçmek değil aksine daha şeffaf, tutarlı ve yanıltıcı olmayan bir bilgi ortamı sunulmasını sağlamaktır. Ancak, bu düzenlemelere rağmen, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisi ve bu etkiyi şekillendiren faktörler hakkında literatürde sınırlı sayıda ampirik kanıt bulunmaktadır.

Literatürde alternatif performans ölçütlerinin kullanımına ilişkin bilgilendirici teori ve fırsatçı teori olmak üzere iki temel teorik yaklaşım mevcuttur. Bilgilendirici teori, alternatif performans ölçütlerinin yatırımcıların bilgi ihtiyacını karşıladığını ve bilgi asimetrisini azalttığını savunmaktadır. Bu teoriye göre, alternatif performans ölçütleri, standart muhasebe ilkelerine dayalı finansal raporlamanın yakalayamadığı önemli bilgileri yatırımcılara sunarak, daha doğru değerlendirme ve karar verme süreçlerine katkıda bulunmaktadır. Örneğin, Bradshaw ve Sloan (2002), alternatif performans ölçütlerinin hisse senedi fiyatlarıyla daha güçlü bir ilişki gösterdiğini ve yatırımcılar için değerli bir bilgi kaynağı olduğunu ortaya koymuştur. Benzer şekilde, Bhattacharya ve diğerleri (2003), alternatif performans ölçütlerinin, özellikle yüksek bilgi asimetrisi olan piyasalarda, yatırımcıların karar verme süreçlerini olumlu etkilediğini göstermiştir.

Diğer taraftan, fırsatçı teori, şirketlerin alternatif performans ölçütlerini finansal durumlarını olduğundan daha iyi göstermek amacıyla manipülatif şekilde kullanabileceğini öne sürmektedir. Bu teoriye göre, yöneticiler, kendi çıkarlarını maksimize etmek veya performans hedeflerini karşılamak için alternatif performans ölçütlerini stratejik olarak kullanabilmektedir. Örneğin, Black ve diğerleri (2018), şirketlerin özellikle finansal performansın düşük olduğu dönemlerde alternatif performans ölçütlerine daha fazla vurgu yaptığını ve bu ölçütlerin genellikle standart muhasebe ölçütlerine göre daha olumlu bir tablo çizdiğini göstermiştir. Benzer şekilde, Doyle ve diğerleri (2013), alternatif performans ölçütlerindeki düzeltmelerin gelecekteki nakit akışlarıyla negatif ilişkili olduğunu, bu durumun da fırsatçı kullanımı desteklediğini ortaya koymuştur.

Bu iki teorik perspektif, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok boyutlu olabileceğini göstermektedir. Alternatif performans ölçütlerinin etkisi, şirket özellikleri, piyasa koşulları ve bilgi ortamı kalitesi gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Özellikle bilgi ortamı kalitesi, alternatif performans ölçütlerinin algılanma ve yorumlanma biçimini etkileyebilecek önemli bir faktördür. Yüksek kaliteli bir bilgi ortamında, yatırımcılar alternatif performans ölçütlerini daha doğru değerlendirebilmekte ve bu ölçütlerin potansiyel manipülatif kullanımını tespit edebilmektedir. Bu nedenle, bilgi ortamı

kalitesinin, alternatif performans ölçütleri ve finansal performans arasındaki ilişkide düzenleyici bir rol oynaması beklenmektedir.

Bilgi ortamı kalitesi, şirketlerin bilgi üretme, işleme ve yayma süreçlerinin etkinliğini ve şeffaflığını ifade etmektedir. Yüksek kaliteli bir bilgi ortamı, düşük bilgi asimetrisi, yüksek şeffaflık ve güvenilir bilgi akışı ile karakterize edilmektedir. Literatürde bilgi ortamı kalitesini ölçmek için çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Örneğin, analist takibi (Lang ve Lundholm, 1996), kurumsal yatırımcı oranı (Bushee ve Noe, 2000), hisse senedi likiditesi (Diamond ve Verrecchia, 1991) ve bilgi asimetrisi ölçütleri (Easley ve O'Hara, 2004) gibi göstergeler, bilgi ortamı kalitesinin farklı boyutlarını yansıtmaktadır. Bu çalışmada, bilgi ortamı kalitesini kapsamlı bir şekilde ölçmek için, literatürde sıklıkla kullanılan beş değişkenin (işlem hacmi, piyasa değeri, alım-satım farkı, analist sayısı ve analist tahmin dağılımı) birleşiminden oluşan bir endeks geliştirilmiştir.

Alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisi ve bu ilişkide bilgi ortamı kalitesinin düzenleyici rolü, hem teorik hem de pratik açıdan önemli çıkarımlar taşımaktadır. Teorik açıdan, bu çalışma, bilgilendirici teori ve fırsatçı teori arasındaki tartışmayı aşarak, alternatif performans ölçütlerinin etkisinin bağlamsal faktörlere bağlı olarak nasıl değişebileceğine dair de öngörüler sunmaktadır. Pratik açıdan ise, yatırımcılar, şirket yöneticileri, düzenleyici kurumlar ve analistler için alternatif performans ölçütlerinin değerlendirilmesi ve kullanılması konusunda stratejik bulgular sunmaktadır.

Bu çalışmanın örneklemini, 2014-2023 yılları arasında BIST100 endeksinde yer alan ve UFRS raporlaması yapan şirketler oluşturmaktadır. Veri seti, şirketlerin finansal raporlarından edilen bilgilerden oluşturulmuştur. Çalışmada, alternatif performans ölçütü değişkeni olarak Düzeltilmiş FAVÖK kullanılmış, finansal performans göstergeleri olarak ise aktif kârlılık (ROA), firma piyasa değeri (Tobin's Q) ve çeyreklik hisse senedi getirileri (Q1-Q4) incelenmiştir. Bilgi ortamı kalitesini ölçmek için, literatürde sıklıkla kullanılan dört değişkenin birleşiminden oluşan kapsamlı bir endeks geliştirilmiştir. Bu endeks, temel bileşenler analizi kullanılarak oluşturulmuş ve bilgi ortamı kalitesinin çok boyutlu yapısını yansıtacak şekilde tasarlanmıştır.

Araştırma hipotezleri, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki doğrudan etkisini, bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkideki düzenleyici rolünü ve olası doğrusal olmayan etkileri test etmeye yöneliktir. Hipotezlerin test edilmesinde, panel veri analizi yöntemleri kullanılmıştır. Son olarak ESMA'nın 2016 yılında yayınladığı alternatif performans ölçütlerine ilişkin kılavuz sebebiyle “post2016” zaman bölümlendirmeli analizleri gerçekleştirilerek sağlamlık testleri gerçekleştirilmiştir.



1. ALTERNATİF PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Alternatif Performans Ölçütlerinin Tanımı ve Özellikleri

Artan teknolojik gelişmeler ve dinamik iş hayatının getirdiği değişiklikler işletme paydaşlarının da ihtiyaç ve taleplerinde değişime sebep olmuştur. Bu ihtiyaç ve talep değişikliğinin bir unsuru da performans ölçüm süreçlerinin ve ilgili ölçütlerin gözden geçirilmesi gerekliliğidir (Melnik vd., 2014:173). Ayrıca işletmenin kısa vadede performans iyileştirme amacıyla yaptığı bir faaliyetin uzun vadede performansa etkisinin belirsizliği de yeni ve alternatif başka ölçütlerin gerekliliğini artırmıştır (Bititci, 2015).

Alternatif performans ölçütleri şirket yönetiminin (GAAP dışı ölçütler) belirli tek seferlik veya olağandışı kalemlerin (örneğin, yeniden yapılandırma maliyetleri, varlık değer düşüklükleri vs.) doğrudan kârdan çıkarılması ile oluşturulan ve şirketin kurumsal finansal ileştirmesinde kullanılan ölçütlerdir. Şirket yönetiminin bu ölçütleri kullanması ardındaki iddia daha temel ve sürekli bir performans ölçütü oluşturarak o döneme ilişkin performansına daha iyi yansıtmaktır. Yönetim (veya analistlerin) bu kalemlerin işletmenin "temel" veya "sürekli" performansını yansıtmadığını düşünebilir.

GAAP dışı ölçütler (GAAP dışı) (Gu vd., 2004; Hitz, 2010; Kolev vd., 2008), proforma kazançlar ve sokak kazançları (Barth vd., 2012; Bhattacharya vd., 2003; Bradshaw & Sloan, 2002; Huang & Skantz, 2016) olarak farklı şekillerde adlandırılan alternatif performans ölçütleri şirketlerin açıkladığı zorunlu olmayan finansal performans ölçütleridir. Ancak, düzenleyici otoriteler ve akademisyenler, GAAP dışı ölçütlerinin bazen yatırımcıları yanıltıcı bir şekilde kullanılabileceği konusunda uyarıda bulunmaktadır (Herr vd., 2022, s. 78).

Proforma kazançlar kavramı, şirketlerin finansal tablolarında yer alan GAAP veya IFRS bazlı net geliri belirli kalemlerden arındırarak düzelttikleri kazanç göstergeleridir (Hitz, 2010). Bu tür kazançlar genellikle tek seferlik veya olağan dışı giderlerin etkisini ortadan kaldırarak şirketin "esas faaliyet kazancını" vurgulamayı amaçlar (Young, 2014). Ancak, akademik araştırmalar, bazı yöneticilerin finansal sonuçlarını olduğundan daha olumlu göstermek için proforma kazançları kullanabileceğini ve bu nedenle yatırımcıların bu tür açıklamaları dikkatli değerlendirmesi gerektiğini öne sürmektedir (Black et al., 2017).

Sokak kazançları ise şirket yönetiminin değil, finansal analistlerin şirket hakkındaki kazanç öngörülerini ile sağlanır (Hitz, 2010; Kolev vd., 2008). Thomson Reuters (2009)'a göre sokak kazançları belirli bir şirketi takip eden analistlerin o şirketin kazançlarına ilişkin tahminlerinin konsensüs halidir. Alternatif performans ölçütlerinden olan sokak kazançları diğer kavramlarla her ne kadar benzese de kaynağının analistler olması sebebiyle diğer ölçütlerden farklı olarak bilgi asimetrisi içerir. Analistler, şirketlerin raporladığı finansal verileri değerlendirerek bazı giderleri düzeltebilir ve yatırımcılara daha "gerçekçi" bir kazanç ölçüsü sunabilirler (Brosnan et al., 2023). Ancak, sokak kazançlarının belirli ve ortak bir hesaplama yöntemine sahip olmaması, analistlerin bu ölçütleri yatırımcıları yanıltıcı bir şekilde kullanma olasılığını artırmaktadır (Young, 2014).

Alternatif performans ölçütlerinin keskin bir tanımı yoktur. Genel olarak yasal finansal raporlama standartları dışında ve onu destekleyici bilgi sunduğu iddiası ile raporlanır ve genellikle zorunlu bağımsız denetime tabi değildir (Aubert ve Grudnitski 2020). Hitz (2010) çalışmasına göre alternatif performans ölçütlerinin bir tanımı olmasa da genel olarak bir GAAP kazanç ölçütünden belirli bileşenleri (genellikle tekrar etmeyen, olağandışı veya faaliyet dışı giderler) hariç tutularak yeni bir ölçüt oluşturulmasıdır.

1.2. Alternatif Performans Ölçütlerine Kullanımı ve Buna İlişkin Endişeler

Alternatif Performans Ölçütleri, şirketler tarafından çeşitli platformlar aracılığıyla kamuya açıklanmaktadır. Bu platformlar, yatırımcılar ve diğer paydaşlarla iletişimin önemli bir parçasını oluşturur. Şirketler, yıllık faaliyet raporlarında (veya entegre raporlarda) hem GAAP uyumlu finansal tabloların yanı sıra, alternatif performans ölçütleri de sunmaktadır. Bu raporlar, yönetimin işletmenin performansını kendi bakış açısıyla nasıl değerlendirdiğini gösteren önemli bir kaynaktır. Faaliyet raporları, şirketin araştırma ve geliştirme çalışmaları, faaliyet yılı sonrası önemli olaylar gibi ek bilgileri de içerir. Faaliyet raporları, alternatif performans ölçütlerinin resmi ve kapsamlı bir şekilde sunulduğu birincil platformlardır. Bu, yönetimin finansal sonuçları belirli bir stratejik anlatı çerçevesinde sunma ve paydaşlara şirketi yönetimin gözünden görmek için ortam oluşturur.

Şirketler, alternatif performans ölçümlerini yatırımcı sunumlarında da sıklıkla kullanmaktadır. Bu sunumlar, genellikle web sitelerinde de yayınlanarak geniş bir paydaş kitlesine ulaşır. Faaliyet raporları ve yatırımcı sunumları gibi finansal iletişim ortamları yönetimin belirli finansal veya operasyonel sonuçlara dikkat çekmek, yatırımcı sorularını yanıtlamak ve şirketin gelecekteki beklentilerini şekillendirmek için kullanılan dinamik araçlardır. Bu sayede şirketler piyasa beklentilerini yönetme ve yatırımcı ile iletişimini aktif olarak sürdürmeyi sağlayabilirler. Ancak bu esneklik, SEC ve ESMA gibi regülatör kuruluşlarda "aşırı vurgu" endişelerini de beraberinde getirir.

Covington (2016) raporuna göre şirketler basın bültenleri, CEO mektupları, analist çağrıları ve diğer kurumsal duyurularda da alternatif performans ölçütlerinin açıklanmasına yer vermektedir. Bu kanallar, genellikle daha kısa ve öz bilgiler sunarak, belirli bir mesajın hızlıca yayılmasını sağlar. Alternatif performans ölçütlerinin çok sayıda iletişim kanalında yaygın olarak kullanılması, bu ölçütlerin finansal piyasalardaki önemini artırmaktadır. Ancak bu yaygınlık ve bağımsız denetime tabi olmaması düzenleyici otoritelerin tutarlılığa ve şeffaflığa ilişkin endişelerini artırmaktadır.

Alternatif Performans Ölçütlerinin esnek yapısı, şirketlere “kendi hikayelerini” sunma imkanı tanırken, bu durum ciddi tutarsızlık ve şeffaflık sorunlarını da beraberinde getirebilmektedir. Bu sorunlar, yatırımcıların şirketler arası ve dönemler arası karşılaştırma yapma yeteneğini önemli ölçüde engellemektedir. Ayrıca şirketler, alternatif performans ölçütlerini hesaplarken kullandıkları düzeltmeleri dönemden döneme değiştirebilirler. Örneğin, bir dönemde belirli bir gideri dışlarken, benzer bir gideri sonraki dönemde dışlamayabilirler veya "tek seferlik" olarak nitelendirilen bir kalemin aslında tekrarlayan bir nitelik taşıdığı görülebilir. Bu durum, şirketin kendi içindeki performans eğilimlerini takip etmeyi zorlaştırır ve yatırımcıların şirketin "gerçek" temel performansını anlamasını engeller. SEC, bu tür tutarsız sunumların yanıltıcı olabileceği konusunda uyarılarda bulunmaktadır. Bir şirketin kendi içinde dahi zamanla tutarsız Alternatif performans ölçütlerinin kullanımı, finansal raporlamanın temel ilkelerinden olan "tutarlılık" ilkesini zedeler. Bu durum, yönetimin raporlama esnekliğini kendi lehine kullanma eğiliminin bir yansımasıdır ve yatırımcıların uzun vadeli analiz yapma kabiliyetini olumsuz etkilemektedir (Henry vd.,2020).

Kullanılan ölçütlerin standardizasyondan yoksun olması, farklı şirketler arasında performans karşılaştırması yapmayı son derece zorlaştırmaktadır. Her şirket, kendi alternatif performans ölçütünü farklı şekillerde hesaplayabilir, farklı terminolojiler kullanabilir ve farklı düzeltmeler yapabilir. Bu durum, yatırımcıların "elma ile elmayı" karşılaştırma yeteneğini ciddi şekilde engeller ve piyasa verimliliğini düşürebilir. FABS ve IASB gibi kuruluşların temel amaçlarından olan ortak karşılaştırılabilir bir finansal dil yaratma çabasına tehdit oluşturabilir bir durum ortaya çıkmaktadır. Burada ortaya çıkabilecek olan karşılaştırılabilirlik eksikliği, yatırımcıların şirketler arasında doğru yatırım kararları almasını zorlaştırabilir ve bundan kaynaklı olarak kaynakların yanlış tahsis edilmesine ve piyasa verimsizliklerine yol açabilir. Bu durum, yatırımcıların maruz kaldığı riski artırmaktadır (SEC, 2022).

Finansal bilgi manipülasyonu, hisse senedi fiyatlarında düşüşlere ve şirketlerin piyasa değerinde erimelere yol açabilir. Yanlış veya yanıltıcı bilgiler üzerine alınan yatırım kararları, kaynakların yanlış ve verimsiz alanlara tahsis edilmesine neden

olarak ekonomiye ek bir maliyet yükler. Fırsatçı alternatif performans ölçütü kullanımları, yatırımcıların finansal raporlama sistemine ve genel olarak sermaye piyasalarına olan güvenini sarsabilir. Burada etkin olmayan regülasyon eksikliği, sadece bireysel yatırımcıların zarar görmesine değil, aynı zamanda sermaye piyasalarının işleyişinde sistemik risklere ve güven kaybına yol açabilir (Laurion, H., 2020).

Alternatif performans ölçütü kullanımına ilişkin düzenlemelerin tam olarak yeterli olmaması veya farklı yargı alanlarında farklılık göstermesi, şirketlerin daha az düzenlemeye tabi alanlarda raporlama yapmasına veya mevcut kurallardaki boşlukları kullanmasına olanak tanır. Bu durum, "düzenleyici arbitraj" olarak adlandırılabilir ve şirketlerin finansal performanslarını daha olumlu göstermek için yasal boşluklardan faydalanmasına yol açabilir. Alternatif performans ölçütlerinin hesaplanmasındaki subjektiflik, kullanılan düzeltmelerin tutarsızlığı ve yetersiz açıklama, şeffaflık eksikliğine neden olur. SEC, non-GAAP ölçütlerinin uygun şekilde etiketlenmemesi veya açıkça tanımlanmaması durumunda yanıltıcı olabileceğini belirtmektedir. Hatta, bazı durumlarda kapsamlı açıklamalar bile yanıltıcı etkiyi ortadan kaldıramayabilir. Düzenleyici otoritelerin, piyasanın sürekli değişen dinamiklerine ve şirketlerin yaratıcı raporlama pratiklerine karşı sürekli olarak yeni rehberlikler ve yaptırımlar geliştirmesi gerekmektedir. Bu durum, finansal raporlama düzenlemesinin bitmeyen bir süreç olduğunu ve "mükemmel" bir dengeye ulaşmanın zorluğunu göstermektedir (Black ve Christensen, 2018; SEC, 2022).

1.3. GAAP dışı / Alternatif Performans Ölçütlerinin Raporlamasının Düzenleyici Çerçevesi

Bu bölümde düzenleyici kuruluşların GAAP dışı ve alternatif performans ölçütlerinin raporlamasına ilişkin düzenlemeleri kronolojik olarak incelenmiştir.

1.3.1. GAAP dışı Raporlamaya İlişkin Düzenlemeler

Kurumsal finansal iletişimde, Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GAAP) dışında hesaplanan finansal ölçütlerin kullanımı, son otuz yılda önemli ölçüde artmıştır (Zhang, 2019). Bu ölçütler, şirketlerin temel operasyonel performanslarını daha iyi yansıttığı iddiasıyla sunulsa da yatırımcıları yanıltma potansiyeli taşımaları nedeniyle

düzenleyici kurumların dikkatini çekmiştir (SEC, 2001). Bu durum 1970'lerden günümüze kadar çeşitli düzenleyici otoritelerin çabaları ile şekillenmektedir.

ABD'de erken dönem düzenleyiciler olarak adlandırılabilen, GAAP dışı finansal ölçütlerin kullanımına ilişkin düzenleyici endişeler, 1973 yılında SEC'in Accounting Series Release No. 142'yi yayınlamasıyla başlamaktadır. Bu belgede SEC, GAAP dışında hesaplanan performans ölçütlerinin tek taraflı geliştirilmesi ve denetlenmemiş bir temelde sunulmasının yatırımcılar için kafa karışıklığına yaratabileceği konusunda endişelerini dile getirmektedir (SEC, 1973)

1990'larda ise özellikle teknoloji şirketleri başta olmak üzere GAAP dışı finansal ölçütlerin kullanımı yaygınlaşmaya başlamıştır. Bu şirketler, GAAP temelli kazançlarının temel iş performanslarını yeterince yansıtmadığını iddia ederek, çeşitli düzeltmeler yapılmış "pro-forma" kazançlar sunmaya başlamışlardır (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003). 2000 yılında, SEC Baş Muhasebecisi Lynn Turner, GAAP dışı kazançları "kötü şeyler hariç her şeyi raporlama" olarak nitelendirmiş ve bu tür raporlamanın yatırımcıları yanıltma potansiyeline dikkat çekmiştir (Turner, 2000). Aynı yıl, SEC, Trump Hotels & Casino Resorts, Inc. aleyhine, yanıltıcı pro-forma kazanç raporlaması nedeniyle bir yaptırım davası açmıştır (SEC, 2002). Tüm bu gelişmeler GAAP dışı ölçütler üzerindeki düzenlemeleri şekillendirmektedir.

2000'lerin başlarında yaşanan büyük kurumsal skandallar sonrasında, ABD Kongresi, kurumsal finansal raporlamayı iyileştirmek amacıyla 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasası'nı kabul etmiştir. Söz konusu yasanın 401(b) bölümü, SEC'e GAAP dışı finansal ölçütlerin kullanımını düzenleme yetkisi vermiştir. Sarbanes-Oxley Yasası'nın bir gerekliliği olarak, SEC 2003 yılında Regulation G'yi kabul etmiştir. Bu düzenleme kapsamında, GAAP dışı finansal ölçütlerin kamuya açıklanmasına ilişkin uyulması gereken temel prensipler belirlemiştir. Regulation G, şirketlerin GAAP dışı bir finansal ölçüt açıkladıklarında, en yakın karşılaştırılabilir GAAP ölçütünü de sunmalarını ve iki ölçüt arasında bir mutabakat sağlamalarını gerektirmektedir (SEC, 2003).

Aynı zamanda, SEC, Regulation S-K'nın 10. Maddesini değiştirerek, SEC dosyalarında yer alan GAAP dışı ölçütler için ek rehberlik sağlamıştır. Bu değişiklikler, şirketlerin GAAP dışı ölçütleri kullanma nedenlerini açıklamalarını ve bu ölçütlerin sınırlamalarını belirtmelerini gerektirmiştir (SEC, 2003).

2010 yılında, SEC, GAAP dışı finansal ölçütlere ilişkin Uyum ve Açıklama Yorumları (C&DI) yayınlamıştır. Bu yorumlar, şirketlere SEC dosyalarında GAAP dışı ölçütleri açıklama konusunda daha fazla esneklik sağlamıştır (SEC, 2010). Bu durum 2016 yılında, GAAP dışı ölçütlerin kullanımında artışa ve onların en yakın GAAP sonuçlarından giderek daha fazla sapmasına sebep olmuştur. Bunun üzerine SEC yeni ve güncellenmiş C&DI'lar yayınlamıştır. Bu güncellemeler, özellikle GAAP dışı ölçütlerin fırsatçı kullanımını ve bu ölçütlere verilen aşırı önemi ele almıştır (SEC, 2016). 2022 yılında ise SEC, GAAP dışı ölçütlerinin değerlendirilmesine ilişkin yeni ve güncellenmiş C&DI'lar yayınlamıştır. Bu güncellemeler, özellikle nakit işletme giderlerinin çıkarılması, uygunsuz etiketleme ve belirsiz açıklamalar konularında rehberlik sağlamıştır (SEC, 2022).

Tablo 1'de GAAP dışı ölçütlere ilişkin otoritelerden olan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından yayınlanan tüm önemli düzenleme ve kılavuzlar kronolojik olarak özetlenmektedir.

Tablo 1. GAAP dışı ölçütlere ilişkin düzenlemeler

Düzenleme Adı	Yürürlük Tarihi	Temel Amaçlar
SEC Personel Muhasebe Bülteni 99 (SAB 99) Materyalite Hakkında	1999	Yatırımcılar için kapsamlı bir önem değerlendirmesi sağlamak.
SEC Pro-forma Finansal Bilgi Kullanımına İlişkin Uyarıcı Tavsiyeler	2001	Yanıltıcı "pro-forma" sunumlarla ilgili artan endişeleri gidermek; şirketleri potansiyel suiistimaller konusunda uyarmak.
Sarbanes-Oxley Kanunu 2002 (SOX) Bölüm 401(b)	2002	Skandallar sonrası yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek; finansal raporlamada hesap verebilirlik ve şeffaflık sağlamak.
Regulation G	2003	SOX tarafından yönlendirilen düzenleme ile GAAP dışı ölçütlerinin kötüye kullanımını ve yanıltıcı kullanımını engellemek; şeffaflığı artırmak.
Regulation S-K Madde 10(e)	2003	SOX tarafından yönlendirilen ek, daha sıkı GAAP dışı rehberliği sunmak; belirli yanıltıcı uygulamaları önlemek ve dengeli sunum sağlamak.
SEC C&DI Güncellemeleri	2010	Daha anlamlı GAAP dışı açıklamalarını teşvik etmek; 2003 SSS'lerinin yarattığı caydırıcı etkileri azaltmak.
SEC C&DI Güncellemeleri	2016	GAAP dışı ölçütlerinin önem, yaygınlık ve uygunluğu konusunda artan endişeleri ele almak; SEC politikasının sıkılaştırılacağına işaret etmek.
SEC C&DI Güncellemeleri	17 Ekim 2017; 4 Nisan 2018; 26 Aralık 2018	Özel uygulama alanlarında (iş birleşmeleri) netlik sağlamak; önemlendirme kuralının uygulanmasını pekiştirmek.
SEC C&DI Güncellemeleri	2022	Yanıltıcı uygulamaların yaygınlığını gidermek; SEC'in GAAP dışı ölçütlerini değerlendirme yöntemlerini netleştirmek ve artan incelemeyi öngörmek.

1.3.2. Alternatif Performans Ölçütlerindeki İlişkin Düzenlemeler

Alternatif performans ölçütlerine yönelik başlatılan ilk koordineli düzenleyici adım Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (CESR) tarafından 2005 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu adım daha sonra ESMA'nın kılavuzlarının temelini oluşturmaktadır. CESR'de alternatif performans ölçütlerini denetlenmiş finansal tablolardan türetilen ya da geleneksel muhasebeye alternatif metodolojilerle yaklaşımdan kaynaklı oluşan finansal veriler şeklinde tanımlamaktadır. Bu ilk adım, piyasanın kendi kendini düzenlemesinin tam olarak yeterli olmadığını ve daha bağlayıcı düzenlemelerin gerekliliğini ortaya koymuştur. CESR mutabakatlara ilişkin açıklamaları tavsiye ederken, ESMA daha sonraları mutabakatlara ilişkin açıklamaları zorunlu kılmıştır. Bu durum düzenleyici otoritelerin, piyasa uygulamalarını yakından takip ederek ortaya çıkan sorunlara kademeli olarak daha güçlü yanıtlar verdiği evrimsel bir süreci gözler önüne sermektedir.

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurumu (IASB) 2014 yılında IAS 1 Finansal Tabloların Sunumu'nda Değişiklikler adlı düzenlemeyi yayınladı. IASB Başkanı Hans Hoogervorst, gelir tablosunun formatına ilişkin daha fazla rehberlik sağlanarak alternatif performans ölçütlerinin uygunsuz sunum potansiyelinin ortadan kaldırılması gerektiğini öne sürmüştür. IASB, EBIT ve FAVÖK gibi ölçütlerin, IFRS'ye uygun olarak ölçülen faiz, amortisman ve itfa payı ile karı düzeltmeleri halinde gelir tablosunda meşru ara toplamlar olabileceğini belirtmiştir. ESMA'nın finansal tablolar dışındaki alternatif performans ölçütleri düzenlemesine karşılık, IASB'nin bu adımı finansal tabloların kendi içindeki sunumuyla ilgilenmeye başladığını göstermiştir. Bu durum, düzenleyici çerçevenin parçalı olmaktan çıkarak daha bütünsel bir yaklaşıma doğru ilerlediğinin bir işaretidir. Her iki otorite de farklı alanlarda (dışsal iletişim vs. finansal tablolar) çalışsa da nihai amaçları yatırımcılara daha şeffaf ve güvenilir bilgi sağlamak konusunda birleşmektedir (Deloitte, 2017).

Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (CESR)'den konu özelindeki otoritelik görevini devralan Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) alternatif performans ölçütlerine ilişkin sonrasında attığı adımlarla daha kapsamlı ve bağlayıcı kılavuzlar yayımlayarak düzenleyici çerçeveyi önemli

ölçüde ileriye taşımıştır. 2015 yılında Alternatif Performans Ölçütlerine İlişkin Kılavuzları yayımlayarak temelinde, Şeffaflık Direktifi'nin AB düzeyinde eşdeğer yatırımcı koruması sağlama hedefi ve finansal raporlamada "gerçeğe uygun ve dürüst bir görünüm" sunma ilkesi yatmaktadır. Kılavuzlarda alternatif performans ölçütlerinin sunumu ve açıklanması için bir dizi temel ilke belirlemiştir. Bu ilkeler, A alternatif performans ölçütlerinin karşılaştırılabilirliğini, güvenilirliğini ve anlaşılabilirliğini artırmayı hedeflemektedir. Bu kılavuzlar sayesinde şirketlerin raporlama pratiklerine doğrudan etki etmiş ve özellikle izahnameler ve düzenlenmiş bilgilerdeki APM kullanımlarını daha şeffaf hale getirilmiştir.

İlk olarak 2016 yılında yayınlanan ve ardından 2022 yılında tekrar güncellenen Alternatif Performans Ölçütleri Kılavuzlarına İlişkin Soru-Cevap Dokümanları (Q&A on ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures) ile amaçlanan, yayınlanan kılavuzların pratik uygulamasında ortaya çıkan belirsizlikleri gidermeye çalışmak ve ulusal denetim otoriteleri ile ihraççılar arasında ortak bir anlayışın oluşmasına katkıda bulunmaktır. Bu belge sayesinde düzenleyici otoritelerin piyasadan aldıkları geri bildirimlere aktif olarak yanıt verdiği ve teori ve uygulama arasındaki ortaya çıkan olası zorlukları en aza indirme çabası gösterilmiştir. Bu durum, otoritelerin düzenleyici kılavuzlar sayesinde sadece kural koyucu olmadığını, aksine piyasa ihtiyaçlarına göre dinamik bir şekilde sürekli olarak yeniden düşünüldüğünü ve yorumlandığını ortaya koymaktadır.

ESMA 2019 yılında APM Kılavuzlarının Uygulanması ve Uyumu Hakkında Rapor (Report on the use of Alternative Performance Measures and on the compliance with ESMA's Guidelines on APMs)'u yayınladı. Buradaki amaç, ESMA Kılavuzlarının piyasa katılımcıları tarafından ne ölçüde uygulandığını ve uyum düzeyini değerlendirmektir. Raporda Hollanda'daki borsaya kote şirketler üzerinde araştırma gerçekleştirilmiş ve alternatif performans ölçütleri kullanımının yaygın olduğunu ancak şeffaflık düzeyinin ESMA standartlarına genellikle uymadığını ortaya konmuştu. Bu rapor sayesinde düzenleyici beklentiler ile mevcut uygulamalar arasındaki boşluklar hakkında piyasalara geri bildirim verilmişti. Rapor detaylarına göre özellikle, düzeltilmiş kazançların GAAP kazançlarından sistematik olarak önemli ölçüde yüksek olması, şirketlerin "yönetim performansı"nı daha olumlu gösterme

eğiliminin devam ettiğini düşündürmektedir. Bu durum, düzenlemelerin tek başına yeterli olmadığını, sürekli denetim ve yaptırım faaliyetlerinin önemini ortaya koymaktadır.

Tüm bu gelişmeler dikkate alındığında konu hakkında küresel bir yakınmasama söz konusudur. Farklı ülkelerdeki çeşitleyici düzenleyici kuruluşlar, alternatif performans ölçütlerine uygun şekilde açıklanması durumunda bilgilendirici olabileceğini ancak bazı esasları göz önünde bulundurmak gerektiğini ifade etmiştir. Kılavuz ve düzenlemelerin ortak beklentisi IFRS/GAAP ölçümlerinin birlikte sunulması, açıkça etiketlemek, ölçüt kullanımındaki gerekçeyi açıklamak ve yanlış yönlendirmekten kaçınmak şeklinde başlıklandırılmaktadır. Konu hakkındaki düzenlemeler ABD ve Kanada'da yasal olarak bağlayıcı kurallar şeklinde iken AB ve Avustralya gibi diğerlerinde ise durum kılavuzlar veya en iyi uygulama kodları şeklinde gerçekleştirilmektedir.

IASB'nin yayınladığı IFRS 18'in yürürlüğe girmesi ile IFRS kullanan tüm ülkelerde alternatif performans ölçütleri açıklamalarını finansal tablolara yerleştirmeye doğru ilerleyecektir. Buradaki yeni uygulama ile gelen denetim nedeniyle belirli temel alternatif performans ölçütlerinin güvenilirliğini ve karşılaştırılabilirliğini daha da artırabilir, ancak şirketlerin kendi metriklerini uyarlama konusunda sahip oldukları esnekliğine etkisi henüz belirsizliğini korumaktadır.

Sonuç olarak, 2000 yılında başlayan APM/GAAP dışı raporlamaya ilişkin düzenlemeler günümüze kadar önemli ölçüde gelişerek küresel bazı ilkelere birleşmektedir. Bu ilkeler temelde şirketlerin kendi performans hikayelerini anlatmalarının önüne geçmemek ancak bunu yaparken dürüst, açık ve IFRS/GAAP tabanlı muhasebe kalemleri ile mutabakatlarını açıkça beklemek şeklinde özetlenebilir. Regülasyonlar konusunda geline nokta genel olarak şeffaflığın arttığı, suistimallerin azaldığı ve bu sayede yatırımcılarla kurulan finansal iletişim dilinin güvenilirliği arttığı görülmektedir (Black & Christensen, 2018).

Tablo 2'de alternatif performans ölçütlerine ilişkin otoritelerden olan Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) ve Uluslararası Muhasebe

Standartları Kurumu (IASB) tarafından yayınlanan tüm önemli düzenleme ve kılavuzlar kronolojik olarak özetlenmektedir.

Tablo 2. Alternatif performans ölçütlerine ilişkin düzenlemeler

Düzenleyici Otorite	Düzenlemenin Adı	Yürürlük Tarihi	Temel Amaç
CESR	Alternatif Performans Ölçütlerine İlişkin Tavsiye (CESR/05-178b)	2005	Alternatif performans ölçütlerinin (APM) yanıltıcı kullanımını önlemek ve piyasa güvenini güçlendirmek.
IASB	IAS 1 Finansal Tabloların Sunumu'nda Değişiklikler (Açıklama İnisiyatifi)	2014	Finansal tabloların sunumunu iyileştirmek ve ek ara toplamaların sunumu için şartları belirlemek.
ESMA	Alternatif Performans Ölçütlerine İlişkin Kılavuzlar (ESMA/2015/1415)	2016	APM'lerin kullanılabilirliğini ve şeffaflığını artırmak, tutarlı bir denetim yaklaşımı sağlamak.
ESMA	APM Kılavuzlarına İlişkin Soru-Cevap Dokümanları	2016 (ilk) 2022 (güncelleme)	Kılavuzların uygulanmasına yönelik ortak denetim yaklaşımlarını teşvik etmek ve belirsizlikleri gidermek.
ESMA	APM Kılavuzlarının Uygulanması ve Uyumu Hakkında Rapor	2019	APM kılavuzlarına uyum seviyelerini değerlendirmek ve geliştirilmesi gereken alanları belirlemek.
IASB	IFRS 18 Finansal Tabloların Sunumu ve Açıklamaları	2027	Finansal performans raporlamasını geliştirmek ve yönetim tarafından tanımlanmış performans ölçütlerini (MPM) denetime tabi finansal tabloların bir parçası haline getirmek.

2. SEÇİLMİŞ LİTERATÜR TARAMASI

2.1. Alternatif Performans Ölçütleri ve GAAP Dışı Raporlamasına Yönelik Motivasyonlar

Bu bölümde, alternatif performans ölçütleri ve GAAP dışı raporlamaya ilişkin literatür incelenmiştir. İncelenen çalışmaların bulgularına göre, literatürde bilgilendirici motivasyon, fırsatçı motivasyon ve her iki yaklaşımı da içeren karma bulgular sunan çalışmaların yer aldığı tespit edilmiştir.

2.1.1. Bilgilendirici Motivasyon

Alternatif performans ölçütleri veya GAAP dışı performans açıklamalarının bilgilendirici motivasyonu destekleyen sonuçlara sahip önemli çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Bhattacharya vd. (2003) çalışmasında, piyasa katılımcılarının pro-forma performans ölçütlerini GAAP bazlı işletme performanslarına kıyasla daha bilgilendirici ve daha kalıcı olarak algılayıp algılamadığı araştırılmıştır. Çalışmada 1.149 pro-forma basın bülteni örneği analiz edilmiş ve pro-forma performans raporlayan şirketlerin çoğunlukla hizmet ve yüksek teknoloji sektörlerinde faaliyet gösterdiği, ayrıca sıklıkla GAAP esaslı zarar açıkladıkları tespit edilmiştir. Kısa dönemli anormal getiriler ve analistlerin ileriye dönük performans tahminlerindeki revizyonlar üzerindeki analizler, pro-forma performans ölçütlerinin GAAP bazlı performans ölçütlerine kıyasla daha bilgilendirici ve kalıcı olduğunu göstermektedir. Çalışma sonuçları, pro-forma performansların piyasa katılımcıları tarafından "çekirdek performans" olarak değerlendirildiğini ve bu ölçütlerin yatırımcı kararlarında GAAP performanslarına göre daha anlamlı bilgi sağladığını ortaya koymaktadır.

Brown ve Sivakumar (2003) çalışmasında, yöneticiler ve analistler tarafından raporlanan pro-forma işletme kazançlarının, şirketlerin resmi mali tablolarından elde edilen GAAP işletme kazançlarına kıyasla değer uygunluğunu nasıl etkilediği araştırılmıştır. Çalışmada, 1989-1997 yılları arasında I/B/E/S verileri ve Standard & Poor's Compustat verileri kullanılarak tahmin yeteneği, değerlendirme ve bilgi içeriği yöntemleri ile analizler yapılmıştır. Bulgular, yöneticiler ve analistler tarafından açıklanan işletme kazançlarının, üç farklı analiz yöntemiyle de finansal tablolar üzerinden türetilen kazançlardan daha yüksek değer uygunluğuna sahip olduğunu göstermektedir. Özellikle yöneticiler ve analistler tarafından raporlanan kazançların daha az geçici bileşen içerdiği ve yatırımcılar için daha anlamlı bilgi sunduğu tespit edilmiştir. Çalışma, GAAP dışı işletme kazançlarının bilgi içeriğinin yüksek olduğunu ve sermaye piyasalarında yatırımcı kararlarını destekleyici bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Lougee ve Marquardt (2004) çalışmasında, basın bültenlerinde "pro-forma" kazanç bilgisi sunan şirketlerin özellikleri, bu bilgilerin yatırımcılar açısından faydası ve yatırımcı tepkisinin piyasa etkinliği ile uyumlu olup olmadığı incelenmiştir. 1997-1999 yılları arasını kapsayan 249 basın bülteni örneği kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada, GAAP kazançlarının bilgi değeri düşük olan şirketlerin pro-forma kazanç açıklama olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, GAAP kazanç sürprizlerinin yönü gibi stratejik faktörlerin de pro-forma raporlamayı etkileyen önemli unsurlar arasında yer aldığı belirlenmiştir. Pro-forma kazançların göreceli ve artımlı bilgi içeriği analiz edildiğinde, yatırımcıların bu tür kazanç bilgilerini, özellikle GAAP kazançlarının bilgilendiriciliğinin düşük olduğu durumlarda daha faydalı buldukları gözlemlenmiştir. Çalışmada ayrıca, pro-forma kazançların gelecekteki kârlılık ve getirileri öngörme gücüne ilişkin testlerden kesin bir sonuç elde edilememiştir. Bu bulgular, çalışmanın pro-forma kazançlar ve gönüllü-stratejik açıklamalar literatürüne katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Marques (2006) çalışmasında, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun GAAP dışı finansal ölçütlerin açıklanmasına ilişkin düzenleyici müdahalelerinin etkileri incelenmiştir. Çalışmada, 2003 yılında GAAP dışı performans açıklamalarının olasılığının azaldığı, ayrıca diğer GAAP dışı finansal ölçütlerin açıklanma olasılığının

daha hızlı bir şekilde düştüğü tespit edilmiştir. Regulation G sonrası dönemde, yatırımcıların GAAP dışı performans açıklamalarına olumlu piyasa tepkisi verdiği gözlemlenmiştir. Ayrıca, yatırımcıların I/B/E/S finansal analistleri tarafından yapılan düzeltmelere performans sürprizi gibi tepki verdikleri, buna karşın şirketler tarafından yapılan ek düzeltmelere tepki göstermedikleri bulunmuştur. Çalışmanın bulguları, SEC müdahalelerinin GAAP dışı finansal ölçütlerin açıklanma sıklığını ve piyasa tepkilerini etkileyerek, bilgi şeffaflığını artırma amacına hizmet ettiğini göstermektedir.

Landsman vd. (2007) çalışmasında, pro-forma kazançlardan çıkarılan gelir bileşenlerinin gelecekteki kârlılık ve şirket değeri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada, 1990-2000 yılları arasında Compustat ve I/B/E/S verileri kullanılarak toplamda 21.748 şirket-yılı gözlemi analiz edilmiştir. Araştırma, toplam hariç tutmaların, özel kalemlerin ve diğer hariç tutmaların, gelecekteki anormal kazançları öngörmedeki ve hisse senedi değerlemesindeki rollerini Ohlson (1999) modeli çerçevesinde test etmektedir. Bulgular, negatif hariç tutmaların gelecekteki kazançları öngörmede anlamlı olduğunu, ancak piyasa değerlemesinde bu unsurların genellikle yanlış fiyatlandığını göstermektedir. Ayrıca, toplam hariç tutmaların ve diğer hariç tutmaların yatırımcılar tarafından beklendiği şekilde değil, tam tersi yönde fiyatlandığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, piyasanın pro-forma kazanç bileşenlerini doğru değerlendirmekte yetersiz kaldığını ve regülasyonların bu alandaki bilgi şeffaflığını artırmasının önemli olduğunu vurgulamaktadır.

Choi vd. (2007) çalışmasında, yöneticilerin GAAP kazançları üzerinde yaptığı özel ayarlamalar ile finansal veri sağlayıcıların (Thomson Datastream) tanımladığı tekrarlayan kazançlar arasındaki farklılıklar incelenmiştir. Çalışmada, 1993-2001 yılları arasında Birleşik Krallık şirketlerinden elde edilen finansal veriler kullanılmış ve özellikle gelir tablosu ve dipnot açıklamaları üzerinden yönetim kaynaklı ayarlamaların özellikleri analiz edilmiştir. Bulgular, yöneticilerin yaptığı birçok ayarlamaların, gelir bileşenlerinin uygun şekilde sınıflandırılmasını yansıttığını göstermektedir; ancak bazı durumlarda stratejik açıklama eğilimleri de tespit edilmiştir. Değer uygunluğu ve gelecekteki nakit akışı tahminleri üzerindeki etkiler incelendiğinde, yönetim tarafından yapılan çoğu ayarlamaların, yatırımcılara daha

doğru bilgi sağladığı belirlenmiştir. Özellikle, yönetim kaynaklı dahil edilen zararların yüksek bilgi değeri taşıdığı, buna karşılık dahil edilen kazançların bazen stratejik motivasyonlar içerdiği görülmüştür. Genel olarak çalışma, GAAP dışı kazanç açıklamalarının büyük ölçüde bilgilendirici olduğunu, ancak sınırlı da olsa fırsatçı kullanım örneklerine de rastlandığını ortaya koymaktadır.

Koning vd. (2010) çalışmasında, negatif medya dikkatinin Hollanda'daki şirketlerin GAAP dışı kazanç raporlama davranışları ve yatırımcı tepkileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2000-2005 yılları arasında Euronext Amsterdam'da işlem gören şirketlerin 766 kazanç basın bülteni verisi kullanılarak yapılan çalışmada, medyada artan eleştiriler sonrası şirketlerin GAAP dışı raporlama motivasyonlarının değiştiği ve GAAP dışı kazançlardan GAAP kazançlarına doğru bir kayma yaşandığı belirlenmiştir. Bulgular, negatif medya baskısının ardından şirketlerin raporladıkları GAAP dışı kazanç ayarlamalarının büyüklüğünün azaldığını ve yatırımcıların GAAP dışı bilgileri önceki döneme kıyasla daha az dikkate aldığını göstermektedir. Özellikle medyada açıkça eleştirilen şirketlerin raporlama davranışlarında geçici de olsa disipline edici etkiler gözlemlenmiştir. Çalışma, regülasyon müdahalesi olmadan da medya baskısının finansal raporlama uygulamalarını ve yatırımcı algılarını değiştirebileceğini ortaya koymaktadır.

Campbell ve López (2010) çalışmasında, küçük ölçekli şirketlerin finansal basın bültenlerinde GAAP dışı açıklamalara verdikleri önemin belirleyicileri incelenmiştir. Araştırmada, S&P Small Cap 600 endeksinde yer alan 93 şirketin 2006 yılı sonu basın bültenleri kullanılarak, GAAP dışı bilgilerin ilk yerleştirilme konumu ve Regülasyon G kapsamında zorunlu GAAP uyumlaştırmalarının konumuna göre raporlama vurgusu ölçülmüştür. Bulgular, küçük ölçekli şirketlerin, GAAP kazançlarının değerle ilişkililiğinin düşük olduğu durumlarda ve kurumsal yatırımcı sahiplik oranı yüksek olduğunda GAAP dışı bilgilere daha fazla vurgu yaptığını göstermektedir. Ayrıca, şirketlerin borsa kotunda kalma süreleri arttıkça GAAP dışı açıklamalara verdikleri önemin azaldığı belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, küçük ölçekli şirketlerin raporlama davranışlarının, finansal bilginin değerle ilişkili olduğu algısına ve yatırımcı yapısına göre şekillendiğini ortaya koymakta ve Regülasyon G sonrası GAAP dışı raporlamanın dinamiklerine dair önemli kanıtlar sunmaktadır.

Entwistle vd. (2010) çalışmasında, pro-forma performansların, GAAP performanslarının ve I/B/E/S performanslarının değer uygunluğu karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Araştırmada, 2000-2004 yılları arasında Standard & Poor's (S&P) 500 endeksine dahil şirketlerin performans basın bültenlerinde yer alan pro-forma performans ölçütleri kullanılarak hem geleneksel fiyat ve getiri modelleri hem de gelecek dönem performans ölçütleri değerlendirilmiştir. Çalışmada, tüm dönemde her üç performans ölçütünün de değer uygunluğuna sahip olduğu, ancak pro-forma performansların, I/B/E/S performanslarından ve GAAP performanslarından daha yüksek değer uygunluğuna ulaştığı bulunmuştur. Bu sonuçların, farklı model spesifikasyonları ve fırsatçı raporlama kontrolleri altında da geçerliliğini koruduğu belirlenmiştir. Çalışma, GAAP dışı performans ölçütlerinin sermaye piyasaları için bilgilendirici olduğunu ve yatırımcıların bu ölçütleri şirketin gelecekteki performansını öngörmede daha faydalı bulduğunu ortaya koymaktadır.

Black vd. (2012) çalışmalarında, Sarbanes-Oxley Yasası (SOX) ve Regülasyon G sonrası dönemde yatırımcıların pro-forma performans açıklamalarına verdikleri tepkilerin değişip değişmediğini incelemiştir. Araştırmada, SOX sonrası dönemde yatırımcıların pro-forma performans açıklamalarına daha fazla dikkat ettikleri ve bu açıklamaları daha güvenilir buldukları ortaya konulmuştur. Ayrıca, yatırımcıların agresif pro-forma performans açıklamalarını her iki dönemde de indirgedikleri, ancak SOX sonrası dönemde potansiyel olarak yanıltıcı açıklamaları daha güçlü şekilde filtreledikleri belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, SOX ve Regülasyon G'nin, pro-forma performans açıklamalarının ortalama kalitesini artırarak, yatırımcı güvenini güçlendirdiğini göstermektedir. Sonuç olarak, SOX sonrası dönemde pro-forma raporlamanın kalitesinin iyileştiği ve yatırımcıların pro-forma performans metriklerine yönelik algılarının değiştiği tespit edilmiştir.

Sadique ve Rahman (2013) çalışmasında, şirketlerin basın bültenlerinde kazanç rakamlarına verdikleri stratejik önemin, hisse senedi getirileri ve volatilitesi üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada, 2000-2006 yılları arasında S&P500 endeksine dahil 308 şirketin basın bülteni verileri kullanılarak, yatırımcıların pro-forma kazançlara olan tepkileri ve bu tepkilerin piyasa etkinliği açısından anlamı analiz edilmiştir. Bulgular, yatırımcıların pro-forma kazanç açıklamalarına GAAP kazançlarına kıyasla

daha fazla tepki verdiğini ve bu vurgu yapıldığında getiri volatilitésinin arttığını göstermektedir. Ayrıca, yatırımcıların pro-forma kazançlara yönelik işlevsel bir takıntı sergiledikleri, yani kazanç kalitesini tam olarak dikkate almadan hareket ettikleri bulunmuştur. Çalışma, dördüncü çeyrek kazanç açıklamalarının sonuçlar üzerindeki etkisini de dikkate alarak, pro-forma kazanç vurgusunun piyasadaki bilgi asimetrisini artırabileceğini ve yatırımcı davranışlarında önemli sapmalara yol açabileceğini ortaya koymaktadır. Bu bulgular, stratejik kazanç vurgusunun düzenleyici önlemler ve yatırımcı eğitim programları ile daha iyi yönetilmesi gerektiğini göstermektedir.

Venter vd. (2014) çalışmasında, zorunlu olarak raporlanan GAAP dışı performansların değer uygunluğu incelenmiştir. Çalışmada, Güney Afrika'da hem GAAP performanslarının hem de "headline earnings" adı verilen GAAP dışı performansların zorunlu olarak raporlanması gerekliliği ve bu performansların belirli kalemlerinin detaylı biçimde tanımlanması ele alınmıştır. Araştırmanın bulguları, bu zorunlu raporlama düzenlemelerinin yöneticilerin takdir yetkisini sınırlaması sayesinde yatırımcılar için daha değerli bilgi sunduğunu ortaya koymaktadır. Fiyat düzeyi regresyonları kullanılarak yapılan analizlerde, zorunlu raporlama rejimi altında raporlanan GAAP dışı performansların, GAAP performanslarına kıyasla daha yüksek değer uygunluğuna sahip olduğu belirlenmiştir. Çalışma, yöneticilerin takdir yetkisinin en aza indirildiği bir ortamda GAAP dışı performansların ayrıştırılmasının ve ayrı şekilde raporlanmasının, yatırımcılar için daha faydalı bilgiler sağladığını göstermektedir. Sonuç olarak, GAAP dışı performansların GAAP performanslarına göre daha uygun bir özet performans ölçütü sunduğu ve yatırımcıların bu bilgilerden daha fazla faydalandığı tespit edilmiştir.

Curtis vd. (2014) çalışmasında, geçici performansların bulunduğu dönemlerde yöneticilerin GAAP dışı performans bilgilerini açıklama motivasyonları incelenmiştir. Çalışmada, yöneticilerin geçici performans kalemlerini dışlayarak sundukları GAAP dışı performans açıklamalarının, yatırımcıların sürdürülebilir performansları değerlendirmesine yardımcı olup olmadığı araştırılmıştır. Bulgular, yöneticilerin çoğunlukla bilgilendirme amacıyla GAAP dışı performans bilgilerini açıkladıklarını, ancak bazı şirketlerin yatırımcı algılarını olumlu yönde etkilemek amacıyla bu bilgileri kullandıklarını göstermektedir. Araştırma, geçici performans etkilerinin yatırımcılar

tarafından daha etkin şekilde fiyatlandığını ve GAAP dışı performans bilgisi sunan şirketlerin daha şeffaf olarak değerlendirildiğini ortaya koymuştur. Ayrıca, bazı şirketlerin geçici kayıplar yaşandığında GAAP dışı performans bilgilerini açıklama eğiliminde olduğu, ancak geçici performans kazançları olduğunda bu bilgileri gizlediği belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, yöneticilerin performans açıklamalarında hem bilgilendirme hem de fırsatçılık motivasyonlarının etkili olabileceğini ve yatırımcıların bu bilgileri değerlendirirken dikkatli olmaları gerektiğini vurgulamaktadır.

Rainsbury vd. (2015) çalışmasında, Yeni Zelanda'da faaliyet gösteren şirketlerin GAAP dışı kazanç açıklamalarının motivasyonları ve piyasa üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada, 2004-2012 yılları arasında yıllık raporlarda yer alan GAAP kazançları incelenmiş ve hem yönlendirme (itibar yönetimi) hem de bilgilendirici amaçların etkileri değerlendirilmiştir. Bulgular, bazı şirketlerin GAAP dışı kazanç açıklamalarını daha olumlu bir performans imajı yaratmak amacıyla kullandığını, ancak genel olarak GAAP ayarlı kazançların gelecekteki performansı daha doğru yansıttığını ve piyasa için daha değerli bilgiler sunduğunu göstermektedir. Ayrıca, çalışmada düzenleyici müdahalelerin sınırlı ve yol gösterici düzeyde kalmasının uygun bir yaklaşım olduğu vurgulanmıştır. GAAP ayarlı kazançların, özellikle değişen ekonomik koşulları yansıtmaya ve kalıcı kazançları daha doğru ifade etme konusunda önemli bir rol üstlendiği belirlenmiştir.

Malone vd. (2016) çalışmasında, Avustralya'da IFRS geçişi sonrasında şirketlerin makul değer ile yeniden değerlendirme kalemleri ile ilişkili olarak GAAP dışı kazanç açıklama davranışları ve bu açıklamaların analist tahmin hataları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2008-2010 yılları arasında ASX 200 endeksindeki şirketlerden elde edilen 576 şirket-yılı verisi kullanılarak, finansal tablolar, kazanç duyuruları ve yatırımcı sunumları üzerinden manuel veri toplanmıştır. Bulgular, FV yeniden değerlendirme kalemlerinin varlığı ve büyüklüğünün GAAP dışı kazanç açıklama olasılığını artırdığını ve analistlerin bu tür açıklamalardan faydalandığını göstermektedir. Ayrıca, GAAP dışı kazanç açıklamalarının analistlerin tahmin hatalarını ve tahmin dispersiyonunu azaltmada etkili olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, IFRS çerçevesinde FV muhasebesinin doğurduğu bilgi asimetrisi riskine

karşı, şirketlerin GAAP dışı açıklamalarının yatırımcılar için bilgilendirici bir rol üstlenebileceğini ortaya koymaktadır.

Huang ve Skantz (2016) çalışmasında, bilgi asimetrisi ve piyasa tepkileri bağlamında pro-forma ve sokak kazançlarının bilgilendiriciliği incelenmiştir. Çalışmada, yönetim tarafından açıklanan pro-forma performanslar ile analistler tarafından açıklanan "Street" performansların, performans duyuruları öncesi ve sonrası dönemlerde bilgi asimetrisini nasıl etkilediği analiz edilmiştir. Araştırmanın bulguları, performans duyurusu öncesi dönemde bilgi asimetrisinin yüksek olduğu durumlarda, yönetim veya analistler tarafından GAAP dışı performans açıklama olasılığının arttığını göstermektedir. Ayrıca, performans duyurusu sonrasında bilgi asimetrisinde meydana gelen azalmanın, GAAP dışı performans açıklamalarının yapıldığı durumlarda daha belirgin olduğu tespit edilmiştir. Çalışma, GAAP dışı performans ayarlamalarının, performans bilgisi miktarını ve doğruluğunu artırarak bilgi asimetrisinin azalmasına ve fiyat keşfinin hızlanmasına katkı sağladığını öne sürmektedir. Bu bulgular, GAAP dışı performans açıklamalarının şirketlerin genel raporlama kalitesini artırmada önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Guillamon-Saorin ve Isidro (2017) çalışmasında, Avrupa'daki büyük ölçekli şirketlerin kazanç duyurularında yer verdikleri GAAP dışı performans açıklamalarının ve bu açıklamaların eşlik ettiği itibar yönetimi tekniklerinin sermaye piyasası üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, 2003-2009 döneminde Financial Times Avrupa 500 listesinde yer alan şirketlerin basın bültenleri manuel içerik analizi ile değerlendirilmiş ve GAAP dışı açıklamalarla birlikte kullanılan ton, vurgu ve karşılaştırmalı performans sunumu gibi iletişim stratejileri ölçülmüştür. Bulgular, GAAP dışı performans açıklamalarının sermaye piyasaları için genel olarak bilgilendirici olduğunu, ancak yüksek izlenim yönetimi teknikleriyle sunulan açıklamaların yatırımcılar tarafından daha düşük kaliteli olarak algılandığını ve piyasa tepkisinin bu durumlarda zayıfladığını göstermektedir. Ayrıca, yatırımcıların, itibar yönetiminin yüksek olduğu durumlarda GAAP dışı bilgilerdeki stratejik yönlendirmeyi fark ederek bu bilgileri iskonto ettikleri bulunmuştur. Çalışma, özellikle gelişmiş yatırımcı koruması ve yüksek piyasa sofistikasyonuna sahip ülkelerde, yatırımcıların bu tür stratejik açıklamalara karşı daha duyarlı olduğunu

ortaya koyarak, Avrupa’da GAAP dışı raporlamaya ilişkin düzenleme ve denetim ihtiyaçlarına ilişkin önemli sonuçlar sunmaktadır.

Cormier vd. (2017) çalışmasında, FAVÖK raporlamasının yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltıp azaltmadığı ve bu raporlamanın kazançların değerle ilişkisini ve öngörü gücünü artırıp artırmadığı incelenmiştir. Çalışmada, 2012-2013 yıllarında Kanada’da faaliyet gösteren 225 şirketin verileri kullanılarak, FAVÖK açıklamalarının analist ilgisi, bilgi asimetrisi ve piyasa değerlemesi üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Bulgular, FAVÖK raporlamasının analist takibini artırdığını, bilgi asimetrisini azalttığını ve kazançların hem hisse senedi fiyatlarıyla hem de gelecekteki nakit akışlarıyla daha güçlü ilişki kurmasına katkı sağladığını göstermektedir. Ayrıca, güçlü kurumsal yönetişime sahip şirketlerde FAVÖK açıklamalarının etkisinin azaldığı, dolayısıyla zayıf yönetim ortamlarında FAVÖK raporlamasının bilgi boşluklarını kapatıcı bir rol üstlendiği belirlenmiştir. Çalışma, kurumsal yönetim ile GAAP dışı raporlama arasındaki ikame ilişkisinin sermaye piyasalarındaki bilgi akışını nasıl etkilediğine dair literatüre önemli katkılar sağlamaktadır.

Leung ve Veenman (2018) çalışmalarında, zarar eden şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarının GAAP performanslarına kıyasla ek bilgi sağlayıp sağlamadığını incelemişlerdir. Metin analizi ve el ile toplanmış geniş bir örneklem kullanılarak yapılan araştırmada, zarar eden şirketlerin GAAP dışı performanslarının gelecekteki performansı öngörmeye yüksek doğruluk sağladığı ve yatırımcılar tarafından değerlendirildiği ortaya konulmuştur. Özellikle, GAAP dışı kâr açıklayan zarar eden şirketlerin, yalnızca GAAP bazlı zarar açıklayan şirketlere kıyasla gelecekteki performanslarının önemli ölçüde daha iyi olduğu ve yatırımcılar tarafından aşırı değerlendirilmeye maruz kalmadığı tespit edilmiştir. Çalışmanın bulguları, zarar eden şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarının bilgi içeriği sağladığını ve yatırımcıların kayıpların doğasını ve öngörülerini daha iyi anlamalarına yardımcı olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, GAAP dışı performans ölçütlerinin özellikle zarar eden şirketler için bilgilendirici bir rol oynadığını ve yatırımcıların gelecek performansı hakkında daha doğru öngörüler yapmasına katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Bradshaw vd. (2018) çalışmalarında, yöneticilerin ve analistlerin pro-forma veya GAAP dışı performans raporlamalarını incelemişlerdir. Araştırmada, yöneticiler tarafından raporlanan GAAP dışı performanslar ile I/B/E/S veri sağlayıcıları tarafından raporlanan performanslar kapsamlı bir veri seti kullanılarak karşılaştırılmış ve I/B/E/S verilerinin yöneticilerin raporlama tercihlerini yeterince temsil edip etmediği değerlendirilmiştir. Bulgular, I/B/E/S verilerinin yöneticilerin daha düşük kalitedeki GAAP dışı rakamlarını hariç tutarken, zaman zaman yöneticilerin açıkça raporlamadığı daha yüksek kalitedeki GAAP dışı ölçümleri sağladığını göstermektedir. Araştırma, I/B/E/S verilerinin yöneticilerin raporlama seçimlerindeki agresifliği önemli ölçüde hafife aldığını ve bu nedenle GAAP dışı raporlamayı inceleyen araştırmacıların yeni veri setleri kullanmalarının daha uygun olacağını önermektedir. Çalışmanın sonuçları, yöneticilerin ve analistlerin GAAP dışı raporlamalarının değerle ilgili bilgiler sunduğunu ve bu raporlamaların sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisini azaltmada önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

Charitou vd. (2018) çalışmasında, Birleşik Krallık şirketlerinin gelir tablolarında GAAP dışı kazançları doğrudan açıklama tercihinin, şirket özellikleri ve piyasa likiditesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. 2006-2013 yıllarını kapsayan çalışmada, finansal performansın zayıf olması ve güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının GAAP dışı açıklama olasılığını artırdığı tespit edilmiştir. Bulgular, GAAP dışı kazançların doğrudan gelir tablosunda sunulmasının, piyasa likiditesini artırarak bilgi asimetrisini azalttığını göstermektedir. Ayrıca, daha iyi yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin GAAP dışı açıklamalarda bulunmasının, bu tür açıklamaların bilgilendirici amaçla yapıldığını desteklediği bulunmuştur. Çalışma, IFRS'nin izin verdiği bu uygulamanın, ABD'deki daha sıkı regülasyon ortamından farklı olarak, yatırımcılara değerli bilgi sağlama amacını taşıdığını ve düzenleyici kurumlar için önemli çıkarımlar sunduğunu ortaya koymaktadır.

Ribeiro vd. (2019) çalışmasında, şirketlerin 2000-2014 yılları arasındaki GAAP dışı performans açıklamaları incelenmiş ve bu açıklamaların GAAP performans ölçütleriyle karşılaştırılması yapılmıştır. Çalışmada, GAAP dışı performans ölçütlerinin genellikle daha sürekli, öngörülebilir, daha stabil ve şirket değerlemesiyle daha yüksek ilişkililiğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Hipotezler,

GAAP dışı açıklamaların muhasebe standartlarının muhafazakârlık uygulamalarından kaynaklanan kısıtlamaları aşarak finansal raporlamanın değerlendirme rolünü güçlendirdiği varsayımı üzerine kurulmuştur. Araştırmanın sonuçları, GAAP dışı performansların tahmin edilebilirliği artırdığını ve yatırımcılar için daha anlamlı bilgiler sunduğunu, ancak bu faydaların zamanlama ve ihtiyatlılık gibi muhafazakârlık özelliklerinin zayıflaması pahasına elde edildiğini göstermektedir. Çalışma, muhasebenin hem değere uygunluk hem de yönetim sorumluluğu rollerinin tek bir ölçüm ile karşılanmasının zorluklarını vurgulamakta ve finansal raporlama kalitesi açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Henry vd. (2020) çalışmasında, şirketlerin kazanç duyurularını takip eden konferans görüşmelerinde GAAP ve GAAP dışı kazançlara verdikleri görelî vurgunun belirleyicileri ve bunun piyasa tepkisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, 2006-2015 yılları arasında yaklaşık 20.000 konferans görüşmesi metni üzerinde metin madenciliği yöntemleri uygulanarak, GAAP dışı kazançların daha erken veya daha sık anılıp anılmadığı ölçülmüş ve bunun bilgi sunumu ya da izlenim yönetimi motivasyonlarıyla ilişkisi araştırılmıştır. Bulgular, şirketlerin GAAP dışı kazançlara, GAAP kazançlarına göre daha fazla vurgu yaptığını ve bu vurgunun, özellikle GAAP dışı sonuçları GAAP sonuçlarını aştığında veya belirli performans kriterleri karşılandığında daha da arttığını göstermektedir. Ayrıca, bu durumun bilgi sunumu motivasyonu kadar, zayıf da olsa izlenim yönetimi eğilimi ile de açıklanabileceği bulunmuştur. Piyasa tepkisi analizleri, GAAP dışı kazançlara verilen görelî vurgunun yatırımcıların beklenmedik kazançlara verdikleri tepkiyi güçlendirdiğini ortaya koymuştur. Çalışma, konferans görüşmelerinde GAAP dışı bilgilerin sunumuna ilişkin hem bilgi sunumu hem de izlenim yönetimi dinamiklerini anlamaya katkı sağlamaktadır.

Mey ve Lamprecht (2020) çalışmasında, Güney Afrika'da Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda (JSE) işlem gören şirketlerin FAVÖK uzlaştırmalarının kalitesi ile fırsatçı açıklama davranışları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, FAVÖK ile IFRS kazançları arasındaki mutabakatın detay seviyesi ve yönetimin olası fırsatçı eğilimleri analiz edilmiştir. Bulgular, şirketlerin FAVÖK açıklamalarında yüksek kaliteli uzlaştırmalar sunarak yatırımcılara daha şeffaf ve karar destekleyici

bilgi sağlamayı tercih ettiklerini göstermektedir. Özellikle, negatif GAAP sonuçlarını aşmak amacıyla FAVÖK'ü vurgulayan şirketlerin dahi, genellikle yüksek kaliteli uzlaştırmalar sunduğu belirlenmiştir. Araştırma, düşük kaliteli uzlaştırmaların fırsatçı açıklama davranışlarının bir göstergesi olabileceği yönündeki varsayımları desteklemediği gibi, mevcut JSE düzenlemelerinin yüksek kaliteli finansal raporlama sağlamada yeterli olduğunu ileri sürmektedir. Çalışma, FAVÖK gibi GAAP dışı performans ölçütlerinin şeffaf ve güvenilir sunulmasının, regülasyonların sıkılaştırılmasına gerek kalmaksızın sağlanabileceğine dair önemli kanıtlar sunmaktadır.

Black vd. (2021) çalışmasında, şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarının zaman içindeki tutarlılığı ve şirketler arası karşılaştırılabilirliği incelenmiştir. Araştırmada, yöneticilerin GAAP dışı performans hesaplamalarında kendi geçmişlerinden veya sektör emsallerinden sapmalarının, performansların şirketin temel faaliyetlerini ne kadar iyi yansıttığını nasıl etkilediği analiz edilmiştir. Bulgular, yöneticilerin GAAP dışı performans tanımlarını bir yıldan diğerine değiştirdikleri durumların nadir olduğunu, ancak bu değişikliklerin genellikle şirketin temel performansını daha doğru şekilde yansıtmayı sağladığını göstermektedir. Ayrıca, GAAP dışı performansların GAAP performanslarına kıyasla daha yüksek karşılaştırılabilirliğe sahip olduğu ve bu karşılaştırılabilirliğin, tekrarlamayan kalemlerin hariç tutulmasından kaynaklandığı bulunmuştur. Sektör çapında GAAP dışı performans tanımlarından yapılan sapmaların da şirketin temel operasyonlarını daha doğru temsil eden performans metrikleri ile sonuçlandığı belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, yöneticilerin GAAP dışı hesaplamalarında zaman içinde veya şirketler arasında gerçekleştirdikleri değişikliklerin, yatırımcılara şirketin sürdürülebilir performansı hakkında daha fazla bilgi sağladığını ortaya koymaktadır. Bu bulgular, GAAP dışı raporlamanın bilgi içeriğini artırma potansiyeline sahip olduğunu ve yatırımcılar için daha faydalı bilgiler sunabileceğini göstermektedir.

Black vd. (2021) çalışmasında, ABD'de zorunlu düzenleyici müdahalelerin şirketlerin gönüllü raporlama uygulamaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırmada, 2005-2015 yılları arasında SEC tarafından getirilen zorunlu düzenlemelere tabi olan şirketlerin, düzenleme öncesi ve sonrası dönemlerdeki

gönüllü raporlama uygulamaları karşılaştırılmıştır. Bulgular, düzenleme sonrası dönemde gönüllü raporlamaların şeffaflığının arttığını ve piyasa değerine olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, bu iyileşmenin bazı durumlarda yönetsel fırsatçılık göstergesi olabileceği de tespit edilmiştir. Çalışma, şirketlerin zorunlu düzenlemelere uyum sağlama süreçlerinde gönüllü raporlama kalitelerinde belirgin bir iyileşme kaydettiklerini, ancak bu iyileşmenin yönetim tarafından fırsatçı amaçlarla da kullanılabileceğini ortaya koymaktadır. Sonuç olarak, çalışma düzenleyici müdahalelerin gönüllü raporlamalar üzerindeki etkilerini ele almakta ve düzenleme tasarımı açısından uzun vadeli piyasa değerine yönelik önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Hribar vd. (2022) çalışmasında, yöneticilerin finansal raporlama üzerindeki takdir yetkilerinin sınırlandırılmasının gönüllü açıklamalar üzerindeki etkilerini incelemektedir. Araştırmada, 1997-2007 dönemine ait geniş bir veri seti kullanılarak, standart değişiklikleri öncesi ve sonrası gönüllü GAAP dışı performans açıklamaları analiz edilmiştir. “Difference-in-differences” yönteminden yararlanarak yapılan analizler, yöneticilerin GAAP raporlamasında sınırlamalarla karşılaştıklarında, bu bilgileri GAAP dışı açıklamalar veya yönetim değerlendirme bölümleri (MD&A) aracılığıyla yatırımcılara aktarma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Araştırma, yöneticilerin finansal bilgilendirme davranışlarının muhasebe standartlarındaki değişikliklere duyarlı olduğunu ve sınırlı raporlama esnekliğinin gönüllü açıklamaları artırarak bilgi asimetrisini azaltabileceğini ortaya koymaktadır.

Heflin vd. (2022) çalışmasında, GAAP dışı kazançların ve bu kazançlardan hariç tutulan bileşenlerin yatırımcılar açısından riskle ilgili bilgi sunma kapasitesi incelenmiştir. Çalışmada, 2006-2018 yılları arasında ABD şirketlerinden elde edilen geniş bir veri seti kullanılarak, GAAP dışı kazanç oynaklığı ile özsermaye riski arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Bulgular, GAAP dışı kazançların GAAP kazançlarına kıyasla şirket riskine daha duyarlı olduğunu ve risk hakkında daha doğrudan bilgi sunduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, hariç tutulan kalemlerin de belirli ölçüde risk bilgisi içerdiği ve GAAP kazançlarının bu açıdan hâlâ önemli bir tamamlayıcı bilgi kaynağı olduğu tespit edilmiştir. Geleceğe yönelik analizlerde ise, GAAP dışı kazançların sadece mevcut risk yansıtımı yapmadığı, aynı zamanda

yatırımcılara gelecek dönem şirket riskleri hakkında da bilgi sağladığı ortaya konmuştur. Çalışma, GAAP dışı kazançların yatırımcılar için riskle ilgili bilgileri izole etme ve hisse senedi riskinin açıklanmasında GAAP kazançlarından daha etkili olma potansiyeline sahip olduğunu ileri sürmektedir.

2.1.2. Fırsatçı Motivasyon

Alternatif performans ölçütleri veya GAAP dışı performans açıklamalarının fırsatçı motivasyonu destekleyen sonuçlara sahip önemli çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Coté ve Qi (2005) çalışmasında, GAAP ve pro-forma kazançlar arasındaki farklılıkları dikkate alan “Honest EPS” kavramı geliştirilerek, bu farklılıkların yatırım getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, 1987-2002 yılları arasında en büyük 1.000 ve 3.000 piyasa değerine sahip şirketlerin verileri kullanılarak, Honest EPS ölçümü ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki olduğu bulunmuştur. Bulgular, pro-forma kazançların şirketlerin gerçek performansını yansıtmakta yetersiz kaldığını ve pro-forma kazançları abartılı şekilde raporlayan şirketlerin ilerleyen dönemlerde olumsuz fiyat düzeltmeleriyle karşılaştığını göstermektedir. Yüksek Honest EPS değerine sahip şirketlerin hisse getirilerinin, düşük Honest EPS değerine sahip şirketlere kıyasla daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Çalışma, yatırımcıların GAAP ve pro-forma kazançlar arasındaki farkı dikkate alarak portföy seçimlerini optimize edebileceklerini ve pro-forma kazançların kötüye kullanılmasının piyasa performansı üzerinde kalıcı etkiler doğurabileceğini ortaya koymaktadır.

Kolev vd. (2008) çalışmasında, SEC'in GAAP dışı raporlamaya yönelik denetimlerinin, GAAP dışı performans açıklamalarının kalitesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, SEC müdahaleleri sonrasında yapılan hariç tutmaların daha geçici nitelikte olduğu ve dolayısıyla raporlanan GAAP dışı performansların kalitesinin arttığı bulunmuştur. Ayrıca, SEC müdahalesinden sonra GAAP dışı raporlamayı bırakan şirketlerin, müdahale öncesi dönemde daha düşük kaliteli hariç tutmalar yaptığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte, özel kalemlerin kalitesinde bir düşüş gözlemlenmiş ve yöneticilerin daha sık tekrarlayan giderleri özel kalemler altında sınıflandırarak düzenlemelere uyum sağladıkları belirlenmiştir. Çalışmanın

bulguları, SEC'in müdahalelerinin genel olarak GAAP dışı raporlamanın kalitesini artırdığını, ancak yeni düzenleyici ortamın yöneticiler tarafından farklı stratejiler geliştirilerek karşılandığını göstermektedir.

Heflin ve Hsu (2008) çalışmasında, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun 2003 yılında yürürlüğe koyduğu GAAP dışı performans açıklamalarına yönelik düzenlemelerin etkileri incelenmiştir. Çalışmada, düzenlemelerin GAAP dışı performans açıklamalarının sıklığını ve büyüklüğünü azalttığı, şirketlerin analist tahminlerini karşılamalarını veya aşmalarını zorlaştırdığı ve performans tahmin hataları ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi zayıflattığı bulunmuştur. Ayrıca, düzenlemelerin, şirketlerin özel kalemleri ve diğer olağandışı kalemleri hariç tutma olasılığını ve büyüklüğünü azaltarak, yöneticilerin GAAP dışı performansları manipülatif şekilde kullanma istekliliğini sınırladığı tespit edilmiştir. Ancak düzenlemelerin, şirketlerin kalıcı performansı iletme amaçlı açıklamalar yapma yeteneklerini de kısmen azalttığı görülmüştür. Çalışmanın bulguları, SEC'in müdahalelerinin şirketlerin finansal raporlama uygulamalarında önemli değişimlere yol açtığını ve yatırımcıların daha güvenilir bilgiye erişimini desteklediğini ortaya koymaktadır.

Black ve Christensen (2009) çalışmasında, ABD'li yöneticilerin stratejik performans hedeflerine ulaşmak amacıyla pro-forma performansları nasıl ayarladıkları ve bu ayarlamaların piyasa tepkileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, yöneticilerin yeniden yapılandırma maliyetleri, araştırma ve geliştirme giderleri, amortisman ve hisse bazlı ödemeler gibi tekrar eden kalemleri dışlayarak GAAP esaslı performanslarını düzelttikleri belirlenmiştir. Bu tür düzenlemelerin, yöneticilerin analist beklentilerini karşılamada GAAP performansları yerine pro-forma performansları kullanma olasılığını artırdığı bulunmuştur. Ayrıca, düzenli olarak pro-forma performans açıklaması yapan şirketlerin, bu tür düzenlemelere daha sık başvurdukları tespit edilmiştir. Bulgular, pro-forma performans raporlamanın, analist beklentilerini karşılama ve stratejik hedeflere ulaşma amacıyla agresif bir şekilde kullanılabileceğini ve yatırımcılar açısından yanıltıcı olabileceğini göstermektedir. Çalışma, pro-forma performansların bilgi içeriği ve kalıcılığı üzerine yaptığı analizle literatüre önemli katkılar sunmaktadır.

Chen (2010) çalışmasında, Regülasyon G'nin (Reg G) etkileri ile analistlerin ve yatırımcıların, analist tahminlerini karşılamak amacıyla GAAP dışı performanslardan (sokak kazançları) hariç tutulan kalemlerin kalıcılığını nasıl değerlendirdikleri incelenmiştir. Çalışmada, Reg G'nin yürürlüğe girmesinden sonra analistlerin, tekrarlayan kalemlerin kalıcılığını daha doğru şekilde dikkate aldıkları ve yatırımcıların bu kalemlerin kalıcılığını anlama konusundaki yetersizliklerinin azaldığı bulunmuştur. Bulgular, Reg G'nin tekrarlayan giderlerin GAAP dışı performanslardan hariç tutulmasını sınırlayarak, analistlerin ve yatırımcıların performans kalemlerinin sürdürülebilirliğini daha sağlıklı değerlendirmelerine yardımcı olduğunu göstermektedir. Ayrıca, analist tahminlerinin, Reg G sonrası dönemde dışlama kalıcılığına ilişkin daha doğru bilgi içerdiği tespit edilmiştir. Çalışma, düzenlemenin performans tahminlerinin kalitesini artırarak piyasa bilgilendirme sürecine olumlu katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Marques (2010) çalışmasında, S&P 500 şirketlerinin performans basın bültenlerinde GAAP dışı finansal ölçütlerin açıklanma yaygınlığı ve bu ölçütlerin stratejik performans hedeflerine ulaşmada nasıl kullanıldığı incelenmiştir. Çalışmada, 2001-2003 yılları arasında dört farklı durumda yöneticilerin, GAAP rakamlarına kıyasla GAAP dışı ölçütlere daha fazla vurgu yaptığı tespit edilmiştir. Bu vurgu, yöneticilere GAAP sonuçları ile kaçırabilecekleri stratejik hedefleri GAAP dışı sonuçlar üzerinden karşılamalarına olanak tanımaktadır. Özellikle, GAAP dışı ölçütlerin basın bültenlerinde stratejik olarak ilk sırada sunulmasının, yatırımcı algısı üzerinde güçlü bir etkisi olduğu bulunmuştur. Bulgular, GAAP dışı performans açıklamalarının, GAAP performanslarına kıyasla daha yüksek bilgi içeriğine sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Regülasyon G sonrası dönemde, bu tür açıklamaların hem sıklığında hem de bilgi içeriğinde artış gözlemlenmiştir. Çalışma, Avrupa ve diğer bölgelerde de benzer düzenlemelerin finansal raporlama kalitesini artırabileceğini öne sürerek literatüre katkı sağlamaktadır.

Zhang ve Zheng (2011) çalışmasında, pro-forma kazançların GAAP kazançlarıyla uzlaştırılmasının, yatırımcıların fiyatlama kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, Regülasyon G öncesinde, yalnızca düşük uzlaştırma kalitesine sahip şirketlerde pro-forma kazançların yanlış fiyatlandığı, yüksek

uzlaştırma kalitesine sahip şirketlerde ise böyle bir yanlış fiyatlamanın bulunmadığı tespit edilmiştir. Regülasyon G sonrasında ise genel olarak pro-forma kazançların yanlış fiyatlandırıldığına dair bir kanıt bulunamamıştır. Ayrıca, uzlaştırma kalitesinde iyileşme gösteren şirketlerde yanlış fiyatlamanın azaldığı, başlangıçta yüksek uzlaştırma kalitesine sahip şirketlerde ise bu etkinin gözlenmediği belirlenmiştir. Bulgular, Regülasyon G'nin ve daha kaliteli uzlaştırmaların, pro-forma kazançlardan kaynaklanan yanlış fiyatlamayı azalttığını desteklemektedir. Çalışma, pro-forma açıklamaların düzenlenmesinin sermaye piyasalarında daha doğru fiyatlamayı teşvik ettiğine dair literatüre önemli katkılar sunmaktadır.

Frankel vd. (2011) çalışmasında, yönetim kurulunun bağımsızlığının GAAP dışı performansların kalitesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, bağımsız yönetim kurullarına sahip şirketlerin, tekrarlayan kalemleri GAAP dışı performanslardan daha az fırsatçı biçimde dışladıkları ve bu dışlamaların gelecekteki GAAP performansları ve işletme performansları ile daha güçlü bir ilişki gösterdiği bulunmuştur. Buna karşılık, daha az bağımsız yönetime sahip şirketlerin, tekrarlayan giderleri GAAP dışı performanslardan daha sık çıkardıkları ve bu dışlamaların gelecekteki performans üzerinde daha büyük etkiler yarattığı tespit edilmiştir. Ayrıca, Regulation G sonrasında yöneticilerin hisse senedi satışları öncesinde performans hedeflerini karşılamak amacıyla GAAP dışı performansları daha az fırsatçı şekilde kullandıkları gözlemlenmiştir. Çalışmanın bulguları, bağımsız yönetim kurullarının GAAP dışı performans raporlamasında fırsatçılığı sınırlayarak finansal raporlamanın kalitesini artırmada önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Brown vd. (2012) çalışmasında, pro-forma performans açıklamalarının zamanlamasının yöneticilerin fırsatçılığı mı yoksa yatırımcıları bilgilendirme amacı mı taşıdığı incelenmiştir. Çalışmada, 1998-2006 yılları arasında 8.127 pro-forma ve 30.587 GAAP performans açıklaması analiz edilerek, yöneticilerin özellikle tekrarlayan giderleri dışladıkları dönemlerde pro-forma performans açıklamalarını hızlandırma eğiliminde oldukları bulunmuştur. Bulgular, hızlandırılmış pro-forma açıklamaların düşük kaliteli tekrarlayan dışlamalar içerdiğini ve bu durumun gelecekteki zayıf şirket performanslarını öngördüğünü göstermektedir. Ayrıca, yatırımcıların bu düşük kaliteli dışlamaları tam olarak fark edemedikleri ve

hızlandırılmış açıklamaların yatırımcıların yanıltılmasına yol açtığı tespit edilmiştir. Çalışma, pro-forma performans açıklamalarının zamanlamasının yönetsel fırsatçılığı yansıtabileceğini ve yatırımcıların bu tür açıklamaları dikkatle değerlendirmeleri gerektiğini ortaya koymaktadır.

Isidro ve Marques (2013) çalışmasında, Avrupa'da yönetici tazminatlarının ve yönetim kurulu kalitesinin GAAP dışı performans açıklamaları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, yönetici tazminat sözleşmelerinin piyasa performansına bağlı olduğu şirketlerde, GAAP dışı performans açıklamalarının olasılığının arttığı ve bu açıklamaların sıklıkla basın bültenlerinin başlıklarında yer aldığı bulunmuştur. Ayrıca, bu tür tazminat yapılarına sahip şirketlerin tekrarlayan kalemler için daha fazla düzeltme yaptığı ve GAAP ile uzlaşmalarını raporlamaktan kaçındıkları tespit edilmiştir. Buna karşın, etkin bir yönetim kurulu yapısının, fırsatçı raporlama davranışlarını sınırladığı ve daha bilgilendirici açıklamaların yapılmasını teşvik ettiği gözlemlenmiştir. Çalışmanın bulguları, yönetici teşviklerinin GAAP dışı performans açıklamalarını etkilediğini, ancak etkin kurumsal yönetim mekanizmalarının bu fırsatçı eğilimleri dengeleyebileceğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, Avrupa'da GAAP dışı raporlamaya ilişkin düzenleyici eksikliklerin, fırsatçı açıklamaları artırarak yatırımcı algısını olumsuz etkileyebileceği sonucuna varılmıştır.

Doyle vd. (2013) çalışmasında, yöneticilerin analist tahminlerini karşılamak veya aşmak amacıyla GAAP dışı performansları nasıl tanımladıkları ve bu tanımların piyasa tepkisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, yöneticilerin GAAP dışı performansları oluştururken giderleri GAAP performanslarından çıkardıkları ve bu şekilde analist beklentilerini karşılama stratejisi izledikleri bulunmuştur. Bulgular, gelir artırıcı GAAP dışı performansların, beklenmedik performans sürprizleri yaratma olasılığını artırdığını göstermektedir. Ayrıca, yöneticilerin bilanço kısıtlamalarının yüksek olduğu durumlarda tahakkuk temelli performans yönetimi yerine GAAP dışı performans açıklamalarını tercih ettikleri tespit edilmiştir. Piyasa analizleri, yatırımcıların gelir artırıcı GAAP dışı performansları ve performans sürprizlerini kısmen fark ettiklerini ve bu tür sürprizlere daha temkinli bir şekilde tepki verdiklerini ortaya koymuştur. Çalışma, yöneticilerin GAAP dışı performansları analist

tahminlerini karşılamak amacıyla nasıl kullandıklarını ve bunun yatırımcı algısı üzerindeki etkilerini ayrıntılı şekilde belgelemektedir.

Aubert ve Grudnitski (2014) çalışmasında, Avrupa'da EURO STOXX şirketlerinin pro-forma kazanç açıklamalarında uzlaştırma kalitesinin piyasa yanlış fiyatlaması üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, düşük kaliteli uzlaştırmalar sunan şirketlerde, pro-forma kazanç açıklamaları sonrasında pozitif anormal getirilerin ortaya çıktığı ve bunun piyasa yanlış fiyatlamasına işaret ettiği bulunmuştur. Buna karşılık, yüksek kaliteli uzlaştırmalar sunan şirketlerde böyle bir yanlış fiyatlama etkisi gözlenmemiştir. Bulgular, uzlaştırma kalitesinin, yatırımcıların GAAP dışı performans açıklamalarını daha doğru değerlendirmelerine yardımcı olarak piyasa verimliliğini artırdığını göstermektedir. Ayrıca, güçlü yatırımcı koruması gibi ülke bazlı faktörlerin, piyasa tepkileri üzerinde sınırlı etkisi olduğu belirlenmiştir. Çalışma, Avrupa sermaye piyasalarında pro-forma kazanç açıklamalarının doğru fiyatlanmasında uzlaştırma kalitesinin kritik bir rol oynadığını ortaya koyarak, GAAP dışı raporlama uygulamalarının düzenlenmesi gerekliliğine ilişkin önemli kanıtlar sunmaktadır.

Baumker vd. (2014) çalışmasında, Regülasyon G'nin ardından yöneticilerin basın bültenlerinde yasal anlaşmalar ve sigorta tazminatlarından elde edilen bir defaya mahsus performansları nasıl raporladıkları incelenmiştir. Çalışmada, Regülasyon G'nin, yöneticilere geçici performansları belirtmeden GAAP dışı performans rakamlarını açıklama imkânı tanıyarak, beklenmedik şekilde daha yüksek raporlanan performanslara yol açabileceği bulunmuştur. Analizlerde, yöneticilerin %88,5'inin kazançları performans duyurularında belirttiği, ancak yalnızca %34'ünün bu kalemleri hariç tutan GAAP dışı performansları açıkça raporladığı tespit edilmiştir. Regülasyon G öncesinde ise şirketlerin yaklaşık %62'sinin geçici performansları hariç tutarak raporlama yaptığı görülmüştür. Bu azalma, Regülasyon G sonrası dönemde GAAP dışı performans açıklamalarında fırsatçı eğilimlerin devam ettiğini göstermektedir. Çalışma, Regülasyon G'nin beklenmedik bir sonucu olarak, yöneticilerin geçici performansları gizleyerek daha yüksek performans algısı yaratma eğiliminde olabileceklerini ve bu durumun yatırımcılar açısından yanıltıcı sonuçlar doğurabileceğini ortaya koymaktadır.

Isidro ve Marques (2015) çalışmasında, ülkelerin kurumsal ve ekonomik faktörlerinin yöneticilerin GAAP dışı (GAAP dışı) açıklamaları stratejik olarak kullanma eğilimleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, büyük Avrupa şirketlerinden elde edilen el ile toplanmış veriler kullanılarak, etkin yasal sistemler, güçlü yatırımcı koruması, gelişmiş finansal piyasalar ve etkili bilgi yayılımına sahip ülkelerde yöneticilerin, GAAP performanslarının kaçırdığı hedefleri karşılamak için GAAP dışı ölçütlerini kullanma olasılıklarının daha yüksek olduğu bulunmuştur. Bulgular, gelişmiş kurumsal ve ekonomik koşullara sahip ülkelerde yöneticilerin, GAAP dışı performanslarını R&D, amortisman ve hisse bazlı ödeme giderleri gibi tekrarlayan giderleri ayarlayarak raporladıklarını göstermektedir. Araştırma, yöneticilerin GAAP performanslarını doğrudan manipüle etme olasılığının düşük olduğu ortamlarda, kısa vadeli performans hedeflerine ulaşmak için GAAP dışı açıklamalarına yöneldiklerini ortaya koymaktadır. Çalışma, ülkelerin kurumsal ve ekonomik yapılarına bağlı olarak GAAP dışı raporlamanın nasıl şekillendiğine ve bu açıklamaların sermaye piyasalarına olan etkilerine ilişkin önemli bulgular sunmaktadır.

Shiah-Hou ve Teng (2016) çalışmasında, Regülasyon G sonrasında yöneticilerin GAAP dışı kazanç açıklamaları yoluyla yatırımcı algılarını yanıltma potansiyelleri incelenmiştir. Çalışmada, yöneticilerin genel olarak GAAP dışı kazançları oluştururken tekrarlayan bazı giderleri dışladıkları ve bu nedenle GAAP dışı açıklamaların gelecekteki işletme performansı ile negatif ilişki gösterdiği bulunmuştur. Özellikle, CEO veya CFO'nun kazanç duyurusu sonrası hisse satışı gerçekleştirdiği durumlarda, GAAP dışı açıklamalardaki fırsatçı davranışların daha belirgin olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, Regülasyon G'nin getirdiği uzlaştırma tablolarına rağmen yöneticilerin bazı tekrarlayan kalemleri tekrarlamayan gibi göstererek yatırımcıları yanıltabildiklerini ortaya koymaktadır. Ayrıca, yöneticilerin hisse satışı motivasyonlarının, GAAP dışı raporlamadaki fırsatçı davranışların gücünü artırdığı belirlenmiştir. Çalışma, Regülasyon G'nin bilgi kalitesini artırmaya yönelik etkilerine rağmen, yöneticilerin hâlen GAAP dışı kazançları kendi çıkarları doğrultusunda kullanabildiklerini göstermekte ve düzenleyiciler için önemli politika çıkarımları sunmaktadır.

Bond vd. (2017) çalışmasında, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun Regülasyon G'yi ve sonrasında yayımladığı C&DIs rehberlerinin GAAP dışı kazanç raporlaması üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, Regülasyon G'nin uygulanmasının, GAAP dışı açıklamalarda yapılan hariç tutmaların kalitesini artırdığı ve analist beklentilerini karşılamak için yapılan pozitif hariç tutmaların kullanımını azalttığı bulunmuştur. Ancak, C&DIs rehberlerinin yayımlanmasıyla birlikte şirketlerin daha esnek hale geldiği ve bu durumun hariç tutmaların miktarında yeniden artışa ve bilgi kalitesinde düşüşe neden olduğu belirlenmiştir. Regülasyon G sonrasında kazanç duyurularına piyasa tepkisi güçlenirken, C&DIs sonrasında bu etkinin zayıfladığı gözlemlenmiştir. Çalışmanın sonuçları, Regülasyon G'nin şirketlerin GAAP dışı raporlamalarındaki fırsatçılığı azaltmada etkili olduğunu, ancak C&DIs rehberlerinin bu kazanımları kısmen geri çevirdiğini göstermektedir. Araştırma, düzenleyici müdahalelerin bilgi ortamı üzerindeki etkilerini detaylı şekilde analiz ederek literatüre önemli katkılar sunmaktadır.

Kim ve Yoon (2019) çalışmasında, Kore bankacılık sektöründe düzenleyici otoriteler tarafından zorunlu tutulan GAAP dışı düzeltmelerin değerle ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada, bankaların uluslararası finansal raporlama standartlarına (IFRS) uyum sağlarken, aynı zamanda ek kredi zararı karşılıkları gibi düzenleyici yükümlülükler nedeniyle gelir ve özkaynak kalemlerinde yaptıkları GAAP dışı düzeltmelerin sermaye piyasası üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Bulgular, GAAP dışı gelir düzeltmelerinin, IFRS bazlı net gelir üzerinde ek bir değerle ilişkisi yaratmadığını, ancak GAAP dışı özkaynak düzeltmelerinin sınırlı da olsa ek bir değerle ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, düzenleyici düzeltmelerin finansal tablolarda sunulma yerinin yatırımcı tepkisi üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmadığı tespit edilmiştir. Çalışma, düzenleyici GAAP dışı düzeltmelerin piyasa için bilgi değeri taşımadığını ve bu uygulamaların sermaye piyasası üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu ortaya koymakta, politika yapıcılar için de önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Kyung vd. (2019) çalışmasında, gönüllü olarak uygulanan clawback politikalarının GAAP dışı performans açıklamaları üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Çalışmada, 2005-2009 yılları arasında geri satın alma uygulayan şirketler ile uygulamayan şirketler karşılaştırılarak, bu düzenlemelerin yöneticilerin raporlama davranışlarını nasıl değiştirdiği analiz edilmiştir. Bulgular, geri satın alma politikalarının GAAP dışı performans açıklamalarının hem sıklığını artırdığını hem de açıklamaların bilgi kalitesini azalttığını göstermektedir. Ayrıca, geri satın alma uygulamalarının yöneticilerin GAAP finansal raporlama üzerindeki hareket alanını kısıtladığı, bunun sonucunda yöneticilerin daha agresif GAAP dışı açıklamalara yöneldikleri tespit edilmiştir. Çalışma, düzenleyici müdahalelerin sadece GAAP raporlamayı değil, aynı zamanda alternatif performans ölçütlerinin kullanım biçimini de etkileyebileceğini ortaya koymaktadır.

Thielemann ve Dinh (2019) çalışmasında, Regülasyon G'nin ardından şirketlerin GAAP dışı raporlama uygulamalarına yönelme eğilimleri incelenmiştir. Çalışmada, şirketlerin GAAP kazançlarından sadece belirli düzeltmeleri açıklayarak, tam anlamıyla bir GAAP dışı kazanç rakamı ve resmi uzlaştırma sunmaksızın bilgi verdikleri durumlar analiz edilmiştir. 1999-2005 yılları arasında S&P 500 şirketlerinden elde edilen verilerle yapılan analizler, Regülasyon G sonrası örtük GAAP dışı raporlama oranlarının anlamlı şekilde arttığını göstermektedir. Bulgular, özellikle Regülasyon G sonrası GAAP dışı açıklamalarına başlayan şirketlerin, bu tür örtük raporlama davranışlarını daha sık sergilediğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, örtük GAAP dışı raporlamanın, analist beklentilerini aşmaya yönelik fırsatçı motivasyonlarla ilişkili olabileceği belirlenmiştir. Çalışma, düzenleyici müdahalelerin doğrudan GAAP dışı açıklamaları sınırlarken, örtük raporlama gibi dolaylı fırsatçı davranışları teşvik edebileceğini göstermekte ve bu nedenle GAAP dışı açıklamaların niteliğinin dikkatle izlenmesi gerektiğine vurgu yapmaktadır.

Taylor ve Tong (2019) çalışmasında, Avustralya şirketlerinin kazanç bilgilerinin piyasa tarafından ne kadar hızlı ve etkin bir şekilde işlendiği incelenmektedir. Çalışmada, analistlerin yıllık kazanç tahminlerinin zaman içindeki revizyonlarını ölçen “Earnings Information Flow Timeliness (EIFT)” adlı bir ölçüm geliştirilmiş ve 1995-2016 dönemi için uygulamaya konulmuştur. Bulgular, EIFT değerlerinin şirket yılları arasında önemli farklılıklar gösterdiğini ve daha geniş analist kapsamına sahip şirketlerde bilgi akışının daha hızlı olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, kötü

haberlerin (beklentilerin altında kalan sonuçların) iyi haberlere göre analistler tarafından daha hızlı fiyatlandığı tespit edilmiştir. EIFT'nin zaman içinde genel olarak iyileştiği, ancak bu etkinin özellikle olumsuz operasyonel sonuçlarda belirgin olduğu belirlenmiştir. Çalışma, ayrıca analistlerin çoğunlukla GAAP dışı kazanç tahminlerine dayalı olarak daha hızlı bilgi akışı sağladığını ve geçici kalemlerin hariç tutulduğu durumlarda piyasanın daha etkin işlediğini göstermektedir. Bu sonuçlar, muhasebe bilgilerinin piyasa verimliliğindeki rolünü anlamaya yönelik literatüre önemli katkılar sunmaktadır.

Cain, Kolev ve McVay (2020) çalışmasında, özel kalemlerin kullanımındaki artışın ve bu kalemlerin tekrar eden giderler olarak yanlış sınıflandırılmasının finansal raporlama kalitesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, şirketlerin ekonomik performanslarını olduğundan daha iyi gösterebilmek amacıyla özel kalemleri nasıl kullandıkları ve bu uygulamaların analist tahminleri ile yatırımcı beklentileri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bulgular, özel kalemlerin öngörülen ve fırsatçı bileşenlerinin ayrıştırılmasının önemli olduğunu ve bu kalemlerin yanlış sınıflandırılmasının gelecekteki şirket performansı, nakit akışları ve piyasa değeri üzerinde olumsuz etkiler yarattığını göstermektedir. Araştırma, finansal raporlama sürecinde özel kalemlerin rolünün yatırımcılar ve düzenleyiciler açısından dikkatle değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Çalışma, özellikle özel kalem manipülasyonunun uzun vadeli piyasa performansı üzerinde önemli riskler oluşturabileceğine dair literatüre önemli katkılar sağlamaktadır.

Lin vd. (2020) çalışmasında, analistlerin GAAP bazlı kazanç tahminlerinin yöneticilerin sınıflandırma kaydırma (classification shifting) uygulamaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, Sarbanes-Oxley Yasası (SOX) sonrası dönemde, analistlerin hem GAAP hem de GAAP dışı kazanç tahminleri sunmalarının yöneticilerin GAAP dışı kazançları fırsatçı bir şekilde manipüle etme olasılığını azaltıp azaltmadığı araştırılmıştır. Araştırma, analistlerin GAAP kazanç tahminlerinin şirketlerin çekirdek kazançlar ve GAAP dışı hariç tutulanlar arasındaki pozitif ilişkiyi zayıflatarak sınıflandırma kaydırmayı önemli ölçüde azalttığını göstermektedir. Ayrıca, analist kapsamının daha yoğun olduğu şirketlerde bu etkinin daha belirgin olduğu bulunmuştur. Bulgular, analistlerin hem şeffaflığı artırarak hem de

yöneticilerin manipölasyon imkanlarını sınırlandırarak sermaye piyasalarında bilgi kalitesini artırdığını ortaya koymaktadır. Çalışma, sınıflandırma kaydırmanın azaltılmasında analistlerin bilgi aracılığı rolünün önemine dikkat çekmekte ve bu alandaki literatüre yeni bir bakış açısı sunmaktadır.

Christensen vd. (2021) çalışmasında, analist kapsamındaki dışsal değışikliklerin, yöneticilerin gönüllü olarak özelleştirilmiş (GAAP dışı) performans ölçütleri açıklama olasılığı ve bu açıklamaların kalitesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, analist kapsamının beklenmedik şekilde azalmasının, yöneticilerin GAAP dışı performans açıklama olasılığını artırdığı ve aynı zamanda açıklama seçimlerinde daha agresif hale gelerek açıklamaların kalitesinin düştüğü bulunmuştur. Bu etkilerin, daha yetkin analistlerini kaybeden ve daha zayıf kurumsal yönetime sahip şirketlerde daha belirgin olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, analistlerin izleme işlevinin, yöneticilerin agresif GAAP dışı raporlama davranışlarını sınırlamada önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Çalışma, analist kapsamındaki azalmaların, finansal raporlama kalitesini olumsuz etkileyebileceğine ve piyasa bilgi asimetrisini artırabileceğine dikkat çekmektedir.

Bc ve Liu (2022) çalışmasında, yüksek teknoloji sektöründe halka arz (IPO) gerçekleştiren şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarının (NGM) yönetici hisse satış motivasyonlarıyla ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2006-2013 döneminde ABD’de halka arz edilen yüksek teknoloji şirketlerinin verileri kullanılarak, GAAP dışı performans açıklaması yapan şirketlerin yöneticilerinin, lock-up süresi sona erdiğinde, diğer şirketlere kıyasla daha fazla hisse sattıkları ve daha yüksek gelir elde ettikleri bulunmuştur. Ayrıca, GAAP dışı performans açıklaması yapan şirketlerin, bu dönem sonrası dönemde piyasa performanslarının belirgin şekilde daha zayıf olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, yöneticilerin hisse satışını kolaylaştırmak için halka arz öncesinde daha olumlu bir finansal görünüm yaratmaya çalıştıklarını ve bu amaçla GAAP dışı performans açıklamalarını fırsatçı şekilde kullandıklarını göstermektedir. Çalışma, yüksek teknoloji halka arz şirketlerinde GAAP dışı raporlamanın, özellikle içeriden satış motivasyonlarıyla bağlantılı olduğunu ortaya koyarak hem GAAP dışı raporlama literatürüne hem de halka arz süreci literatürüne önemli katkılar sağlamaktadır.

2.1.3. Karma Bulgular

Alternatif performans ölçütleri veya GAAP dışı performans açıklamalarının hem bilgilendirici hem de fırsatçı yönlerini bir arada değerlendiren sonuçlara sahip önemli çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Jennings ve Marques (2011) çalışmasında, kurumsal yönetim yapısının ve SEC'in Regülasyon G müdahalesinin, yöneticilerin GAAP dışı performans açıklamalarındaki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, Regülasyon G öncesi dönemde zayıf kurumsal yönetime sahip şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarıyla yatırımcıları yanılttıkları, ancak güçlü kurumsal yönetimi bulunan şirketlerde bu etkinin gözlemlenmediği bulunmuştur. Regülasyon G sonrası dönemde ise, genel olarak yatırımcıların GAAP dışı açıklamalar tarafından yanıltılmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, analist tahminlerini karşılamak veya aşmak amacıyla yapılan performans düzenlemelerinde de benzer bir iyileşme gözlenmiştir. Bulgular, güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının ve düzenleyici müdahalelerin birlikte, finansal raporlamanın kalitesini artırarak yatırımcıların yanıltılmasını önlemede etkili olduğunu göstermektedir. Çalışma, kurumsal yönetim ile düzenleyici denetimin birlikte sermaye piyasası şeffaflığını güçlendirdiğine dair önemli kanıtlar sunmaktadır.

Barth, Gow ve Taylor (2012) çalışmasında, SFAS 123R'nin ardından hisse bazlı ödeme giderlerinin GAAP kârlarına dahil edilme zorunluluğuna rağmen, yöneticilerin ve analistlerin bu gideri GAAP dışı kârlardan (pro-forma ve Street earnings) hariç tutma davranışları incelenmektedir. Araştırmada, yöneticilerin söz konusu gideri pro-forma performanslardan hariç tutma motivasyonlarının çoğunlukla fırsatçılık (yatırımcı algısını yönetme) kaynaklı olduğu; ancak analistlerin benzer şekilde Sokak kazançları hesaplamalarında bu gideri hariç tutmalarının daha çok ileriye dönük performansı daha doğru tahmin edebilme amacı taşıdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Özellikle yöneticilerin dışlamalarının gelecekteki performans tahmin gücünü artırmadığı, aksine azalttığı görülmektedir. Analistler ise bu gideri sadece tahmin doğruluğunu artırdığı durumlarda dışlamaktadır. Böylece çalışma, aynı finansal bileşenin farklı piyasa aktörleri tarafından hangi nedenlerle hariç tutulduğunu anlamaya yardımcı olmakta ve bu davranışların arkasındaki motivasyonel ayrışmaya

dikkat çekmektedir. Çalışma ayrıca, GAAP değişikliklerine piyasa aktörlerinin nasıl tepki verdiğine dair önemli içgörüler sunmakta ve GAAP dışı performans ölçütlerinin arkasında yatan stratejik eğilimleri anlamaya katkı sağlamaktadır.

Christensen vd. (2014) çalışmasında, pro-forma performans açıklamalarının bilgi içeriği ile yatırımcılar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, pro-forma performans açıklamaları yapan şirketlerin kısa satış aktivitelerinin, açıklama yapmayan şirketlere kıyasla anlamlı ölçüde daha yüksek olduğu bulunmuştur. Özellikle, yöneticilerin tekrarlayan giderleri dışarıda bırakarak agresif biçimde sundukları pro-forma açıklamaların, yatırımcılar tarafından olumsuz algılandığı ve hisse senedi fiyatlarının aşırı değerlenmesine neden olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, kısa satıcıların bu tür açıklamaları negatif sinyaller olarak değerlendirdiklerini ve ilgili hisse senetlerini daha yoğun şekilde sattıklarını göstermektedir. Ayrıca, kısa satış yapan yatırımcıların, pro-forma performans açıklamalarının gelecekteki şirket performansı üzerindeki etkilerini daha doğru biçimde yorumladıkları ortaya konulmuştur. Çalışma, pro-forma açıklamaların bilgi kalitesine yönelik eleştirileri desteklerken, bu tür açıklamalara karşı yatırımcıların temkinli davranması gerektiğini de vurgulamaktadır.

Choi ve Young (2015) çalışmasında, GAAP dışı performans açıklamalarının hem bilgilendirici hem de stratejik raporlama teşvikleriyle ilişkili olduğu incelenmiştir. Çalışma, GAAP performanslarındaki geçici kalemlerin, yöneticilerin raporlama teşviklerine göre GAAP dışı performans açıklamaları ile nasıl ilişkilendirildiğini analiz etmektedir. Bulgular, yöneticilerin performans açıklama davranışlarının GAAP sürprizlerinin işareti ve büyüklüğüne göre asimetrik bir yapı sergilediğini ortaya koymaktadır. GAAP performanslarının piyasa beklentilerine paralel gerçekleştiği durumlarda, GAAP dışı performans açıklamalarının daha yüksek ve bilgilendirici nitelikte olduğu, buna karşılık negatif performans sürprizlerinde yöneticilerin bu açıklamaları stratejik şekilde kullanarak performansı olduğundan daha olumlu yansıttıkları belirlenmiştir. Çalışma, yöneticilerin GAAP dışı performans açıklamalarını hem yatırımcılara bilgi sunma hem de algı yönetme amacıyla kullandıklarını göstermektedir. Bu bağlamda, GAAP dışı açıklamaların içeriği ve amacı, yöneticilerin raporlama teşvikleriyle doğrudan ilişkilidir.

Guillamon-Saorin ve Isidro (2017) çalışmasında, yöneticilerin GAAP dışı performans açıklamalarını izlenim yönetimi stratejileriyle birleştirerek piyasa tepkisini nasıl etkiledikleri incelenmiştir. Çalışmada, büyük Avrupa şirketlerinin basın bültenlerinden nicel ve nitel veriler el ile toplanarak, çeşitli iletişim tekniklerini içeren bir izlenim yönetimi puanı geliştirilmiştir. Bulgular, GAAP dışı performans ölçütlerinin tek başına bilgilendirici bir içeriğe sahip olduğunu, ancak yoğun izlenim yönetimiyle birlikte sunulduklarında bu açıklamaların daha düşük kaliteli ve daha kalıcı şekilde algılandığını göstermektedir. Piyasa tepkisi analizleri, yatırımcıların yöneticilerin niyetlerini kısmen ayırt edebildiğini ve yüksek düzeyde izlenim yönetimi içeren açıklamalara daha temkinli yaklaştıklarını ortaya koymaktadır. Özellikle daha sofistike piyasa yapısına sahip ülkelerde, yatırımcıların bu tür açıklamaları cezalandırdığı ve olumsuz fiyat tepkileri verdiği gözlemlenmiştir. Çalışma, izlenim yönetimi ile GAAP dışı açıklamaları arasındaki etkileşimi ortaya koyarak, gönüllü açıklama ve stratejik raporlama literatürüne önemli katkılar sunmaktadır.

Sinnewe vd. (2017) çalışmasında, Avustralya’da büyük ölçekli şirketlerin GAAP dışı performans açıklamalarının, gelecekteki nakit akışı tahmin edilebilirliği üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2006-2011 yılları arasındaki dönem üç ayrı ekonomik rejime (küresel finansal kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası) ayrılarak analiz edilmiştir. Bulgular, IFRS dışı performans açıklamalarının gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmede IFRS bazlı performanslara kıyasla daha üstün bilgi sunduğunu, ancak bu ilişkinin sadece kriz öncesi ve kriz döneminde geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Kriz sonrası dönemde, GAAP dışı düzeltmelerin bilgi değeri azalmış ve bazı düzeltme kalemlerinin gelecekteki nakit akışları üzerinde olumsuz etkiler yarattığı belirlenmiştir. Çalışma, IFRS dışı performansların bilgi değerinin ekonomik koşullara bağlı olarak değişebileceğini ve kriz dönemlerinde yatırımcılar için daha anlamlı olabileceğini göstermektedir. Ayrıca, sonuçlar sınırlı dikkat teorisini desteklemekte ve sadece resmi GAAP performanslarının açıklanmasının, önemli bilgilerin göz ardı edilmesine yol açabileceğini vurgulamaktadır.

Bentley vd. (2018) çalışmasında, yöneticiler ile analistlerin GAAP dışı performans açıklamaları karşılaştırılarak, analistlerin sağladığı verilerin yöneticilerin raporlama tercihlerini ne ölçüde yansıttığı incelenmiştir. Çalışmada, yöneticilerin ve

analistlerin GAAP dışı performans açıklamaları arasında genel bir örtüşme olduğu, ancak sistematik farklılıkların da bulunduğu belirlenmiştir. I/B/E/S veri sağlayıcısının, yöneticilerin daha düşük kaliteli GAAP dışı açıklamalarını dışladığı, buna karşılık bazı durumlarda yöneticilerin açıkça raporlamadığı daha yüksek kaliteli ölçümleri sunduğu tespit edilmiştir. Bu bulgular, I/B/E/S verilerinin yöneticilerin raporlama tercihlerindeki agresifliği hafife alma eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışma, araştırmacılara yöneticilerin doğrudan yaptığı açıklamaları içeren veri setlerini kullanmalarını önermekte ve bu tür verilerin yönetsel teşvikler ile raporlama davranışlarını daha doğru biçimde yansıttığını vurgulamaktadır. Ayrıca, yalnızca I/B/E/S verisine dayalı analizlerin, yöneticilerin raporlama kalitesini olduğundan daha yüksek gösterebileceği ifade edilmektedir.

Christensen vd. (2019) çalışmasında, şirketlerin borç sözleşmesi ihlalleri sonrasında GAAP dışı performans açıklamalarına ilişkin davranışlarının nasıl değiştiği incelenmiştir. Çalışmada, bu tür ihlallerin ardından şirketlerin GAAP dışı raporlama olasılığının azaldığı ve açıklama yapmaya devam eden şirketlerin raporlama kalitesinin arttığı tespit edilmiştir. Bulgular, borç sözleşmesi ihlalleri sonrasında artan yatırımcı ve hissedar denetimi ile uyumlu olup, yöneticilerin daha temkinli ve şeffaf açıklamalarda bulunduğunu göstermektedir. Özellikle güçlü kurumsal yönetime sahip şirketlerde bu etki daha belirgin şekilde gözlemlenmiştir. Ayrıca, ihlallerin ardından yatırımcıların bilgi talebinin arttığı; analistlerin GAAP dışı metriklere daha fazla odaklandığı ve EDGAR sistemi üzerinden yapılan arama hacminin yükseldiği belirlenmiştir. Çalışma, artan yatırımcı denetiminin fırsatçı açıklamaların maliyetini artırarak yöneticileri daha yüksek kaliteli performans metrikleri sunmaya yönelttiğini ortaya koymakta ve borç sözleşmesi ihlallerinin gönüllü finansal açıklamalar üzerindeki etkilerine ilişkin literatüre önemli katkılar sağlamaktadır.

Isidro ve Marques (2020) çalışmasında, sektörel rekabetin yöneticilerin GAAP dışı performans açıklamalarına olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada, Avrupa'daki büyük ölçekli şirketlerin 2003-2011 dönemine ait performans duyuruları el ile toplanarak analiz edilmiş ve rekabetin, GAAP dışı açıklama yapma olasılığını ve açıklamalardaki düzeltme büyüklüğünü artırdığı bulunmuştur. Bulgular, yoğun rekabet ortamında yöneticilerin daha yüksek GAAP dışı performans açıklama eğilimi

gösterdiğini, ancak sektörde düşük performans sergileyen şirketlerin, rakiplere fazla bilgi vermemek adına daha az düzeltme yaptığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, rekabetin yoğun olduğu sektörlerde, açıklamaların daha kaliteli olduğu, yöneticilerin yalnızca geçici kalemleri hariç tuttuğu ve GAAP ile GAAP dışı performanslar arasında uzlaşım sağladıkları gözlemlenmiştir. Çalışma, piyasa rekabetinin GAAP dışı raporlama uygulamalarında disipline edici bir rol oynadığını ve rekabet baskısının yöneticileri daha şeffaf açıklamalar yapmaya yönlendirdiğini göstermektedir.

Visani vd. (2020) çalışmaları, petrol ve gaz sektöründen küresel bir örneklem kullanarak, kurumsal ve kültürel faktörlerin GAAP dışı finansal ölçütlerin (NGFMs) kullanımına etkisini araştırmaktadır. Çalışma, güçlü kurumsal sistemlerin NGFM açıklama eğilimini azalttığını, NGFM'lere ilişkin düzenlemelerin ve IFRS kullanımının ise açıklama eğilimini artırdığını göstermektedir. Ayrıca güçlü hukuki sistemlerin yapılan düzeltmelerin maddi önemini azalttığı, fakat düzenlemelerin açıklama şeffaflığını olumsuz etkileyebileceği bulunmuştur. Kültürel faktörlerden belirsizlikten kaçınma ve uzun vadeli odaklılık, NGFM açıklama eğilimini azaltmakta ve şeffaflığı artırmaktadır. Ancak, kurumsal faktörlerin etkisinin kültürel faktörlere kıyasla daha güçlü olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışma, kurumlar ve kültürün NGFM kullanımını nasıl şekillendirdiğine ilişkin literatüre önemli katkılar sağlamaktadır.

Christensen vd. (2021) çalışmasında, analist kapsamındaki değişikliklerin şirketlerin GAAP dışı performans raporlaması üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, analist kapsamının beklenmedik biçimde azalmasının, şirketlerin GAAP dışı açıklama olasılığını artırdığı ve bu açıklamaların kalitesinde düşüşe yol açtığı bulunmuştur. Analizler, analist kayıplarının, özellikle daha yetkin analistlerin kaybedildiği ve kurumsal yönetimin zayıf olduğu şirketlerde, daha agresif GAAP dışı açıklamalarla sonuçlandığını göstermektedir. Ayrıca, analist kapsamı azalan şirketlerin, GAAP dışı performans metriklerinde daha fazla belirsizlik taşıyan ve bilgi değeri düşük açıklamalar yaptıkları belirlenmiştir. Bulgular, analistlerin finansal raporlama disiplininde önemli bir izleme işlevi üstlendiğini ve analist kayıplarının yöneticilerin raporlama davranışlarını olumsuz etkileyebileceğini ortaya koymaktadır. Çalışma, gönüllü GAAP dışı raporlamanın kalitesinin, dışsal bilgi aracılarının

varlığına duyarlı olduğunu ve piyasa bilgi ortamının analist kapsamı yoluyla şekillendiğini vurgulayarak literatüre katkı sağlamaktadır.

Black vd. (2022) çalışmasında, şirketlerin yıllık kazanç duyurularında ve vekâletname belgelerinde açıkladıkları GAAP dışı hisse başına kazanç (EPS) ölçütlerini karşılaştırmaktadır. 2009-2015 döneminde S&P 1500 şirketlerinden el ile toplanan verilerle yapılan araştırma, sermaye piyasası teşviklerinin yıllık kazanç duyurularında, sözleşmeye dayalı teşviklerin ise vekâletname belgelerinde GAAP dışı açıklamaları daha fazla etkilediğini göstermektedir. Şirketlerin her iki belgede de GAAP dışı EPS açıklaması yaptığı durumlarda, açıklanan GAAP dışı ölçütlerin daha az agresif olduğu, daha düşük kalıcılık taşıyan kalemleri hariç tuttuğu ve değerlendirme açısından daha faydalı bilgiler sunduğu bulunmuştur. Ayrıca hem kazanç duyurusunda hem de vekâlet belgelerinde GAAP dışı EPS raporlayan şirketlerin, yalnızca bir belgede raporlama yapan şirketlere kıyasla daha kaliteli GAAP dışı ölçütler sundukları tespit edilmiştir. Çalışma, GAAP dışı EPS açıklamalarının yatırımcılar için değerlemede daha yararlı olabilmesi için hem finansal raporlama hem de tazminat sözleşmesi süreçlerinde tutarlı şekilde kullanılması gerektiğini vurgulamaktadır. Bu sonuçlar, düzenleyiciler, yatırımcılar ve akademik çevreler için GAAP dışı raporlamaların kalitesini değerlendirmede önemli çıkarımlar sağlamaktadır.

Chen vd. (2022) çalışmasında, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından 2003 yılında yürürlüğe konan Regulation G düzenlemesinin, GAAP dışı performans açıklamaları yapan şirketler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada, Regulation G öncesinde GAAP dışı performans açıklayan şirketlerin analist tahminlerinin daha az doğru, daha olumlu yanlı ve daha fazla dağılmış olduğu bulunurken, düzenleme sonrasında bu tahminlerin doğruluğunun arttığı, yanlılığın azaldığı ve tahminler arasındaki farklılıkların azaldığı tespit edilmiştir. 2001-2004 yılları arasındaki veriler kullanılarak yapılan analizler, Regulation G'nin, analistlerin bilgi ortamını iyileştirerek GAAP dışı açıklamaların şeffaflığını artırdığını göstermektedir. Bulgular, analistlerin Regulation G sonrasında GAAP dışı verileri daha doğru yorumladıklarını ve piyasadaki bilgi asimetrisini azalttıklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmada, düzenlemelerin bilgi kalitesini artırmada etkili olduğu ve IASB'nin benzer şeffaflık düzenlemeleri geliştirme sürecinde bu sonuçların dikkate

alınabileceği vurgulanmaktadır. Sonuç olarak, Regulation G'nin yalnızca şirketlerin raporlama davranışlarını değil, aynı zamanda analistlerin tahmin performanslarını da olumlu yönde etkilediği gösterilmiştir.

Sang vd. (2022) çalışmasında, yabancı şirketlerin ABD’de gerçekleştirdikleri segment raporlamaları üzerindeki yönetsel teşviklerin ve ülke düzeyindeki hukuki özelliklerin etkisi incelenmiştir. Çalışmada, segment performanslarının açıklanmasında yönetici teşviklerinin rolü analiz edilmiş ve özellikle yüksek ajans maliyetine sahip olan yabancı şirketlerin, ABD’li şirketlere kıyasla segment kârlarını manipüle etmeye daha yatkın oldukları bulunmuştur. Bulgular, mülkiyet maliyetinin yabancı şirketler için belirleyici bir faktör olmadığını, ancak ajans maliyetinin özellikle zayıf hukuk sistemine sahip ülkelere gelen şirketlerde segment raporlamada daha fazla manipülasyona yol açtığını göstermektedir. Ayrıca, güçlü hukuk sistemine sahip ülkelere gelen şirketlerin segment bilgilerini daha şeffaf şekilde sunduğu ve bu durumun yatırımcı koruması açısından önemli sonuçlar doğurduğu ortaya konulmuştur. Çalışma, finansal raporlama kalitesinin yalnızca şirket içi motivasyonlardan değil, aynı zamanda kaynak ülkenin kurumsal yapısından da etkilendiğini vurgulayarak segment raporlaması literatürüne önemli katkılar sunmaktadır.

Cormier vd. (2022) çalışmasında, Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GAAP) dışı bir ölçüt olan düzeltilmiş FAVÖK’ün gönüllü olarak raporlanmasının bilgi asimetrisi ve şirket değeriyle ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2016-2017 yılları arasında Kanada (S&P/TSX) ve Fransa (SBF120) borsalarına kote şirketlerin karşılaştırmalı verileri kullanılarak, düzeltmeler yoluyla elde edilen FAVÖK açıklamalarının değerle uygunluğu analiz edilmiştir. Bulgular, Kanada şirketlerinin Fransa şirketlerine kıyasla daha sık düzeltilmiş FAVÖK raporladığını ve bu açıklamaların genel olarak daha düşük piyasa volatilitesi, daha yüksek piyasa-defter oranı ve getirilerle ilişkilendirildiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, yatırımcıların GAAP performansları üzerindeki düzeltmeleri genellikle değerle ilişkili olmayan unsurlar olarak değerlendirdikleri belirlenmiştir. Çalışma, FAVÖK gibi yaygın kullanılan ancak akademik çalışmalarda görece az incelenmiş bir GAAP dışı

performans ölçütünün sermaye piyasası üzerindeki etkisini ele alarak literatüre önemli katkılar sunmaktadır.

3. ARAŞTIRMA MODELİ, DEĞİŞKENLER VE YÖNTEM

Bu bölümde, çalışmanın metodolojik çerçevesi detaylandırılmaktadır. Öncelikle, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisini ve bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkiyi nasıl şekillendirdiğini test etmeye yönelik olarak geliştirilen hipotezlere yer verilmektedir. Ardından, hipotezleri temellendiren kavramsal model sunulmakta ve çalışmada kullanılan bağımlı, bağımsız, moderatör ve kontrol değişkenleri açıklanmaktadır. Ayrıca, örneklem yapısı, veri kaynakları ve değişkenlerin ölçüm yöntemleri detaylandırılmaktadır. Bölümün sonunda ise hipotezlerin panel veri yöntemiyle gerçekleştirilen sonuçları ele alınmaktadır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın temel amacı, şirketlerin operasyonel karlılık göstergesi olan Düzeltilmiş FAVÖK'ün finansal performans göstergeleri üzerine etkisi analizidir. Ayrıca buradaki ilişkiyi finans literatüründe görece yeni olan bilgi ortamı kalitesi kavramının moderatör rolü ile incelemektedir. Çalışma kapsamında finansal performans kavramı şirket aktif karlılığı, Tobin Q ve hisse senedi getirileri üzerinden ölçümlenmektedir. Bilgi ortamı kalitesi ise işlem hacmi, piyasa değeri, analist sayısı ve alım-satım farkını içeren çok boyutlu bir perspektiften ele alınmaktadır.

Çalışmada öncelikle Düzeltilmiş FAVÖK'ün söz konusu performans göstergeleri üzerindeki doğrudan etkisi incelenmekte, ardından bilgi ortamının bu ilişkiyi nasıl şekillendirdiği (moderatör etki) test edilmektedir. Ayrıca modelde doğrusal olmayan etkilerin incelenmesi ile performansın belirlenmesinde marjinal faydanın değişkenlik gösterip göstermediği araştırılmaktadır.

Mevcut literatürde, bilgi ortamı şeffaflığının finansal performansın yatırımcılar tarafından algılanış biçimi üzerindeki rolü sıklıkla vurgulanmaktadır. Buna karşın literatürde, bilgi ortamı ile alternatif performans göstergeleri arasındaki etkileşimi

analiz eden herhangi bir ampirik çalışmaya rastlanmamaktadır; bu yönüyle çalışma özgün bir boşluğu doldurmaktadır. Bu çerçevede, çalışmanın temel dayanağını oluşturan teorik beklentiler, izleyen bölümde hipotezler ve model geliştirme başlığı altında sistematik biçimde ele alınacaktır.

3.2. Hipotezler ve Model Geliştirme

Alternatif performans ölçütlerine ilişkin akademik çalışmaların büyük kısmı ABD merkezlidir; ancak Avrupa literatüründe ise bu alandaki araştırmalar görece sınırlıdır (Herr vd., 2022). Bunun temel nedenlerinden biri, Avrupa ülkelerindeki alternatif performans ölçütü açıklamalarının IFRS kapsamında düzenlenmesine rağmen, ülkeler arası uygulama farklılıklarının veri toplama sürecini güçleştirmesidir. Avrupa’da regülasyonların (örneğin ESMA Guidelines) tavsiye niteliğinde olması ve uygulamadaki heterojenlik nedeniyle, alternatif performans ölçütlerinin etkilerini analiz eden kapsamlı ampirik araştırmaların henüz sınırlı kaldığı vurgulanmaktadır. Ayrıca, Avrupa uygulamalarındaki terminolojik ve yorumsal farklar, karşılaştırmalı analizlerin metodolojik zeminini zayıflatmaktadır.

Bu durum, Türkiye gibi gelişmekte olan ve IFRS uygulayan ülkelerde daha da belirgindir. Türkiye’de alternatif performans ölçütü açıklamaları herhangi bir yasal zorunluluğa tabi değildir; şirketler bu tür bilgileri kendi tercihleri doğrultusunda entegre raporlarda, sürdürülebilirlik raporlarında veya basın açıklamalarında sunmaktadır. Bu da veri standardizasyonunu zorlaştırmakta ve araştırma yürütmeyi teknik olarak sınırlandırmaktadır.

Bu tez çalışması, söz konusu boşluğu doldurmayı hedeflemektedir. Alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisini, bilgi ortamı kalitesi ile modelleyen ilk çalışma olması bakımından literatüre özgün bir katkı sunmaktadır. Ayrıca konu hakkında Türkiye örneğine odaklanan akademik çalışmalar oldukça sınırlıdır.

Çalışma kapsamında ana etki hipotezleri, bilgi ortamı etkileşim hipotezleri ve doğrusal olmayan etki hipotezleri olmak üzere üç ana kategoride toplam dokuz farklı hipotez test edilmektedir. Söz konusu hipotezler aşağıdaki gibidir.

H1 – Ana Etki Hipotezleri

H1a: Düzeltilmiş FAVÖK, şirketlerin aktif kârlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

H1b: Düzeltilmiş FAVÖK, şirket piyasa değeri (Tobin Q) üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

H1c: Düzeltilmiş FAVÖK, hisse senedi getirileri (Q1–Q4) üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

Bu hipotezler, alternatif performans ölçütlerinden biri olan Düzeltilmiş FAVÖK’ün hem muhasebe temelli (ROA) hem de piyasa temelli (Tobin’s Q ve hisse getirileri) performans göstergeleriyle pozitif yönde ilişkili olduğu yönündeki literatür bulgularına dayanmaktadır. Düzeltilmiş FAVÖK, şirketin ana faaliyetlerinden elde ettiği nakit yaratma kapasitesini yansıttığı için, şirketin operasyonel gücüne ilişkin bilgi sunar.

Buradaki olası pozitif ve anlamlı ilişki yatırımcıların şirketin yayınladığı Düzeltilmiş FAVÖK’ü gelecekteki finansal performansa dair bilgilendirici bir sinyal olarak yorumladığını gösterir. Böyle bir sonuç, alternatif performans ölçütü kullanımındaki bilgilendirici motivasyonu destekler şekilde yorumlanır.

H2 – Bilgi Ortamı Etkileşim Hipotezleri

H2a: Bilgi ortamı endeksi, Düzeltilmiş FAVÖK ile ROA arasındaki ilişkiyi pozitif yönde etkiler.

H2b: Bilgi ortamı endeksi, Düzeltilmiş FAVÖK ile Tobin Q arasındaki ilişkiyi pozitif yönde etkiler.

H2c: Bilgi ortamı endeksi, Düzeltilmiş FAVÖK ile hisse senedi getirileri (Q1–Q4) arasındaki ilişkiyi pozitif yönde etkiler.

Bu hipotezler, bilgi ortamının yatırımcıların şirkete ilişkin finansal bilgileri doğru ve zamanında algılamalarını kolaylaştırarak bilgi asimetrisini azaltacağı

varsayımına dayanmaktadır. Bilgi ortamı güçlü olan şirketlerde, düzeltilmiş FAVÖK ölçütlerinin piyasa değerlemesi ve yatırımcı tepkileri üzerindeki etkisinin daha belirgin olması beklenmektedir. Dolayısıyla bilgi ortamı endeksi burada moderatör değişken olarak rol üstlenmektedir.

H3 – Doğrusal Olmayan Etki Hipotezleri

H3a: Düzeltilmiş FAVÖK ile ROA arasındaki ilişki doğrusal olmayan bir yapıdadır.

H3b: Düzeltilmiş FAVÖK ile Tobin Q arasındaki ilişki doğrusal olmayan bir yapıdadır.

H3c: Düzeltilmiş FAVÖK ile hisse senedi getirileri (Q1–Q4) çeyreklik hisse getirisi arasındaki ilişki doğrusal olmayan bir yapıdadır.

Bu hipotezler, şirketlerin faaliyet kârlılığını temsil eden Düzeltilmiş FAVÖK düzeyinin, finansal performans ve piyasa değeri göstergeleri üzerindeki etkisinin her seviyede sabit kalmayabileceği varsayımına dayanmaktadır. Özellikle yüksek düzeltilmiş FAVÖK seviyelerinde marjinal getirilerin azalabileceği ya da piyasa tarafından doyum noktasında algılanabileceği dikkate alınarak, ilişkinin doğrusal olmayan (quadratic) bir biçimde modellenmesi tercih edilmiştir. Bu bağlamda modele eklenen karesel terim (Düzeltilmiş FAVÖK²), söz konusu etki düzeyinde marjinal azalma ya da artış olup olmadığını test etmekte ve ilişki yapısının U ya da ters-U şeklinde olup olmadığını ortaya koymaktadır. Bu yaklaşım, geleneksel doğrusal modellerin sınırlılıklarını aşmak ve karar vericilere daha detaylı analiz sunmak açısından önemli bir katkı sağlamaktadır.

3.3. Araştırma Modeli ve Denklem

Bu bölümde, çalışmanın temel hipotezlerini test etmek amacıyla oluşturulan regresyon modellerine ve bu modellerin formüllerine yer verilmektedir. Araştırma kapsamında **(H1)** düzeyinde temel etkileri açıklamaya yönelik ana etki hipotezleri, **(H2)** düzeyinde bilgi ortamı endeksinin (Information Environment Index - IEI) bağımsız ve bağımlı değişkenler arasındaki ilişki üzerindeki moderatör rolünü test eden etkileşim hipotezleri ve **(H3)** düzeyinde ise düzeltilmiş FAVÖK'ün bağımlı

değişkenler üzerindeki etkisinde olası doğrusal olmayan yapıyı incelemeye yönelik kare terim içeren hipotezler olmak üzere üç ana model grubu tanımlanmıştır. Bu çerçevede, her bir model grubu için ayrı alt regresyon denklemleri tanımlanmış ve analizlerde panel veri yapısına uygun modeller tercih edilmiştir. Modellerde yer alan değişkenler, daha önceki bölümlerde detaylandırılmış olan finansal performans göstergeleri (ROA, Tobin's Q) ve hisse senedi getirileri (Q1–Q4) ile bağımsız ve kontrol değişkenlerinden oluşmaktadır.

H1: Ana Etki Hipotezleri

Model 1 – ROA üzerine etkisi (H1a)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{it} + \beta_2 \cdot Leverage_{it} + \beta_3 \cdot CostDebt_{it} + \beta_4 \cdot Beta_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Model 2 – Tobin Q üzerine etkisi (H1b)

$$TobinQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{it} + \beta_2 \cdot Leverage_{it} + \beta_3 \cdot CostDebt_{it} + \beta_4 \cdot Beta_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Model 3 – Q1–Q4 Hisse Getirileri üzerine etkisi (H1c)

$$Return_{Qx,it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{it} + \beta_2 \cdot Leverage_{it} + \beta_3 \cdot CostDebt_{it} + \beta_4 \cdot Beta_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}, \text{quad } x = 1,2,3,4$$

H2: Etkileşim (Moderasyon) Hipotezleri

Model 4 – Etkileşim (Moderasyon) etkisi ROA modeli (H2a)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{it} + \beta_2 \cdot IEI_{it} + \beta_3 \cdot (AdjEBITDA \times IEI)_{it} + \beta_4 \cdot Leverage_{it} + \beta_5 \cdot CostDebt_{it} + \beta_6 \cdot Beta_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Model 5 – Etkileşim (Moderasyon) Tobin Q modeli (H2b)

$$TobinQ_{\{it\}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}} + \beta_2 \cdot IEI_{\{it\}} + \beta_3 \cdot (AdjEBITDA \times IEI)_{\{it\}} + \beta_4 \cdot Leverage_{\{it\}} + \beta_5 \cdot CostDebt_{\{it\}} + \beta_6 \cdot Beta_{\{it\}} + \mu_i + \varepsilon_{\{it\}}$$

Model 6 – Etkileşim (Moderasyon) Q1–Q4 Getiriler modeli (H2c)

$$Return_{\{Qx,it\}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}} + \beta_2 \cdot IEI_{\{it\}} + \beta_3 \cdot (AdjEBITDA \times IEI)_{\{it\}} + \beta_4 \cdot Leverage_{\{it\}} + \beta_5 \cdot CostDebt_{\{it\}} + \beta_6 \cdot Beta_{\{it\}} + \mu_i + \varepsilon_{\{it\}}, \text{quad } x = 1,2,3,4$$

H3 – Doğrusal Olmayan Etki Hipotezleri**Model 7 – Non-Linear model: ROA (H3a)**

$$ROA_{\{it\}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}} + \beta_2 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}}^{\{2\}} + \beta_3 \cdot Leverage_{\{it\}} + \beta_4 \cdot CostDebt_{\{it\}} + \beta_5 \cdot Beta_{\{it\}} + \mu_i + \varepsilon_{\{it\}}$$

Model 8 – Non-Linear model: Tobin Q (H3b)

$$TobinQ_{\{it\}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}} + \beta_2 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}}^{\{2\}} + \beta_3 \cdot Leverage_{\{it\}} + \beta_4 \cdot CostDebt_{\{it\}} + \beta_5 \cdot Beta_{\{it\}} + \mu_i + \varepsilon_{\{it\}}$$

Model 9 – Non-Linear: Q1 Hisse Getirisi (H3c)

$$Return_{\{Q1,it\}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}} + \beta_2 \cdot AdjEBITDA_{\{it\}}^{\{2\}} + \beta_3 \cdot Leverage_{\{it\}} + \beta_4 \cdot CostDebt_{\{it\}} + \beta_5 \cdot Beta_{\{it\}} + \mu_i + \varepsilon_{\{it\}}, \text{quad } x = 1,2,3,4$$

3.4. Örneklem ve Veri Seti

Bu çalışmada, 2024 yılı yılsonu itibarıyla Borsa İstanbul BIST100 endeksinde yer alan şirketlerin, 2014–2023 yılları arasındaki yıllık finansal verileri esas alınmaktadır. Araştırma modelinde yer alan ve raporlanması zorunlu olan finansal ölçütler ile rasyolar, KAP’tan temin edilmiştir.

Öte yandan, alternatif performans ölçütleri Türkiye’de yasal raporlama kapsamında zorunlu tutulmadığı için bu tür verilere erişim oldukça sınırlı kalmaktadır. Bu ölçütler genellikle şirketlerin faaliyet raporlarında, sürdürülebilirlik raporlarında ya da basın bültenlerinde, dağınık ve standardize edilmemiş biçimlerde açıklanmaktadır. Bu durum, ilgili değişkenler üzerinde sistematik analiz yapılmasını güçleştirmektedir.

Çalışmada, modele dahil edilen ve BIST100 şirketleri arasında en yaygın şekilde açıklanan alternatif performans ölçütü türü olan “Düzeltilmiş FAVÖK” değişkeni temel alınmaktadır. Ancak bu verinin açıklanması şirket tercihinine bağlı olduğundan, örneklem yalnızca söz konusu değişkene düzenli şekilde erişilebilen şirketlerle sınırlandırılmaktadır.

3.5. Model Değişkenleri

Çalışma kapsamında düzeltilmiş FAVÖK’ün hem muhasebe temelli (ROA) hem de piyasa temelli (Tobin’s Q ve hisse getirileri) performans göstergelerini nasıl etkilediği araştırılmaktadır. Bunu yanında şirketin bilgi ortamını temsil eden pek çok bileşenden oluşan bir endeks oluşturulmakta ve bunun moderasyon etkisini analize dahil edilmektedir.

Çalışma kapsamında BIST100 endeksi şirketlerinin 2014 ve 2023 yılları finansal verileri incelenmektedir. Bu kapsamdaki şirketler listelendikten sonra çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin önemli derecede verisi bulunmayan şirketler örneklem kapsamı dışında tutulmuştur.

Alternatif performans ölçütleri uygulamada çok çeşitli halde bulunmasına karşın bu çalışmada birincil bağımsız değişken olarak Düzeltilmiş FAVÖK değişkeni üzerinden inceleme yapılmaktadır. Ülkesel ve sektörel şartlara bağlı olarak çeşitli

alternatif performans ölçütlerinin ön plana çıktığı görülmektedir. Literatürde de görüldüğü üzere en yaygın kullanılan ölçütlerin başında düzeltilmiş FAVÖK ölçütü gelmektedir (Bouwens, vd., 2019; Cormier, vd., 2017).

Türkiye örneklemini için de analizin değişkenleri belirlenmeden önce BIST100 endeksi şirketlerinin 5 yıllık faaliyet raporları manuel şekilde incelenmiştir. Bu inceleme sonucu ülkemizde en yaygın kullanılan ölçütün düzeltilmiş FAVÖK olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda seçilen birincil bağımsız değişken düzeltilmiş FAVÖK verisinin faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Kullanılan diğer tüm değişkenler ve bileşenleri ise KAP'tan elde edilmiştir.

Tablo 3, bu çalışmada kullanılan tüm değişkenler ve hesaplama yöntemleri hakkında bilgi vermektedir.

Tablo 3. Model Değişkenleri

Bağımlı Değişkenler	Açıklama
Aktif Karlılığı (ROA_t)	KAP'tan elde edilmiştir.
Tobin Q Oranı (Q_t)	KAP'tan elde edilmiştir.
Q1 Hisse Senedi Getirisi (Q_1)	Şirketin ilk çeyrekteki yıllık hisse senedi getirisi
Q2 Hisse Senedi Getirisi (Q_2)	Şirketin ikinci çeyrek hisse senedi getirisi
Q3 Hisse Senedi Getirisi (Q_3)	Şirketin üçüncü çeyrek hisse senedi getirisi
Q4 Hisse Senedi Getirisi (Q_4)	Şirketin son çeyrek hisse senedi getirisi
Bağımsız Değişkenler	Açıklama
Düzeltilmiş FAVÖK (Düzeltilmiş FAVÖK _t)	Faaliyet karı, faiz, vergi ve amortisman öncesi kazançlardan olağanüstü kalemler çıkarılarak elde edilir.
Bilgi Ortamı Endeksi (IEI_t)	İşlem hacmi (log), piyasa büyüklüğü (log), alış-satış farkı ve analist sayısı değişkenlerinden PCA yöntemi ile üretilmiştir.
Kontrol Değişkenleri	
Finansal Kaldıraç (LEV_t)	KAP'tan elde edilmiştir.
Tarihsel Beta (β_t)	KAP'tan elde edilmiştir.
Borç Maliyeti (k_d)	KAP'tan elde edilmiştir.

3.6. Bilgi Ortamı Kavramı ve Ölçüm Yaklaşımları

Bilgi ortamı şirketlerin değerinin belirlenmesine yönelik bilgi kaynaklarını ve bu bilgilerin toplanması, doğrulanması ve yayılmasını içeren çok boyutlu bir sistemi

ifade eder (Bushman vd., 2004b). Kurumsal şeffaflık ile ilişkilendirilen bu kavram, finans ve muhasebe literatüründe uzun süredir tartışılmaktadır (Koch & Willeson, 2020). Collins ve Kothari (1989) ise şirket değerinin değerlendirilmesi için kullanılan tüm iç ve dış bilgi kaynakları olarak tanımlarken, Bushman ve diğerleri (2004) bu sistemi çok yönlü bir bilgi paylaşım ağı olarak görmektedir. Ancak, soyut yapısı nedeniyle bilgi ortamının kapsamını ve teorik çerçevesini belirlemek zorluk yaratmakta, bu da kavramın anlaşılmasını ve uygulanmasını karmaşık hale getirmektedir. Kurumsal bilgi ortamı yatırımcılar, girişimciler ve yöneticiler arasındaki işin doğası gereği olan bilgi eşitsizlikleri ile vekâlet sorunlarından kaynaklı olarak gelişir (Beyer vd., 2010).

Bilgi ortamı, şirketlerin kurumsal yönetim mekanizmaları, finansal raporlama uygulamaları ve kamuyu aydınlatma politikaları gibi çeşitli bileşenler ile yakından ilişkilidir. Literatürde bu kavramın ölçümünde farklı vekil değişkenler kullanılmıştır, ancak bu durum nedensellik ve içsellik problemlerini de beraberinde getirmiştir. Örneğin, Bushee (2012), bilgi ortamını temsil eden farklı vekillerin, bağımlı ya da bağımsız değişkenler olarak kullanımının literatürde sıkça karşılaşılan bir durum olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle, bilgi ortamını ölçmek için kullanılan yöntemlerin geçerliliği ve sonuçların yorumlanması konusunda önemli tartışmalar devam etmektedir. Bu bağlamda, mevcut çalışmalarda kullanılan ölçüm yöntemlerini analiz etmek, eksiklikleri gidermek ve bilgi ortamının soyut doğasına ilişkin yeni içgörüler sağlamak önem taşımaktadır.

Literatürde şirketlerin bilgi ortamlarının ölçülmesi için pek çok değişken önerilmiştir. Koch ve Willeson (2020) yaptıkları kapsamlı literatür taramasında literatürdeki vekil değişkenleri analist ve analiz verileri, hisse senedi ile ilgili veriler, işletme özellikleri ve ülke özellikleri şeklinde kategorize etmektedir. Çalışmaya göre en sık kullanılan ölçütlerden ilki analist sayısı (Duarte vd., t.y.)(Farber vd., 2018)(Zolotoy, 2012) ; analist dağılımı (Aitken vd., 2008)(Kang vd., 2012); işlem hacmi (Brockman & Yan, 2009) (Fan, 2013); alış-satış farkı (Akins vd., 2012)(Armstrong vd., 2012) ve son olarak piyasa büyüklüğü (Griffin, 2003) (Collins & Kothari, 1989b) şeklindedir (Koch ve Willeson, 2020).

Sıklıkla kullanılan bu vekil değişkenler aslında diğer pek çok şirket özelliği ile etkileşim içindedir. Bu durum bu vekil değişkenleri kusurlu hale getirmektedir. Tek bir vekil değişken kullanmak yerine birçok kusurlu değişkenden bir endeks oluşturmak çok daha optimize bir sonuç getireceği düşünülmektedir (Baker & Wurgler, 2006). Böylelikle, bu yaklaşımı kullanarak tek başına değişken olarak kullanıldığında sorun oluşturması muhtemel değişkenlerden oluşan bir endeks oluşturarak sorunu ortadan kaldırmayı hedeflenmektedir.

Çalışma tek ülke örnekleminde olduğu için burada oluşturulan endekste işlem hacmi, piyasa büyüklüğü, alış-satış farkı ve analist sayısı kullanılmaktadır. Bu sayede literatürde sıkça kullanıldığı belirtilen “analist ve analist tahminleri”, “hisse senedine özgü veriler” ve “şirket özellikleri” kategoriler dikkate alınmaktadır. “Ülke özellikleri” kategorisi ise BIST100 örnekleminiz için önemsiz kabul edilmektedir.

Bilgi Ortamı Endeksimizi (IEI) oluşturmak için, önceki literatürde bilgi ortamı kalitesinin önemli göstergeleri olarak belirlenen dört gözlemlenebilir değişken üzerinde PCA kullanıyoruz. Bu değişkenler şunlardır: Market_Size (piyasa değeri ile şirket büyüklüğü), The_Number_of_Analyst (analist sayısı), Log_Trading_Volume (işlem hacmi) ve Bid_Ask_Spread (alış-satış farkı). Bu değişkenlerin her biri, bilgi ortamı yapısının farklı bir boyutunu yakalar ve PCA ile birleştirilmeleri, tek bir ölçümün sağlayabileceğinden daha kapsamlı bir değerlendirme yapılmasına olanak tanır.

PCA prosedürü, bu değişkenlerin korelasyon matrisinden ortogonal faktörleri çıkarır ve her bir ardışık faktör, kalan maksimum varyansı açıklar. Sosyal bilim araştırmalarında standart uygulamaya uygun olarak (Hair et al., 2010), veri setimizdeki toplam varyansın %45,38'ini açıklayan ilk ana bileşeni koruyoruz. Bu varyans açıklama düzeyi, açıklanan varyansın %40-60'ının genellikle tatmin edici kabul edildiği sosyal bilim araştırmalarında yeterli kabul edilir (Stevens, 2009).

$$\text{Information Environment Index} = -0.4563 \times \text{Log(Trading Volume)} - 0.6643 \times \text{Market Size} + 0.2635 \times \text{Bid-Ask Spread} - 0.5301 \times \text{Number of Analysts}$$

Faktör yüklemeleri, her bir değişkenin bileşik IEI'ye nasıl katkıda bulunduğu konusunda önemli bilgiler sağlar. Her yüklemenin işareti ve büyüklüğü, değişkenin temel bilgi ortamı yapısı ile ilişkisini yansıtır. Pozitif yüklemeler, değişkenin daha yüksek değerlerinin daha iyi bilgi ortamlarıyla ilişkili olduğunu gösterirken, negatif yüklemeler daha yüksek değerlerin daha zayıf bilgi ortamlarına karşılık geldiğini gösterir.

Endeksimizde, Market_Size en güçlü pozitif yüklemeyi (+0,664) sergilemektedir, bu da daha büyük firmaların daha şeffaf ve erişilebilir bilgi ortamlarına sahip olma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, daha büyük firmaların analistlerin ilgisini daha fazla çektiğini, medyada daha fazla yer aldığını ve kurumsal sahipliğin daha fazla olduğunu ve bunların tümünün bilgi üretimi ve yayılmasına katkıda bulunduğunu öne süren yerleşik literatürle uyumludur (Lang & Lundholm, 1996). Market_Size'in önemli yüklemesi, bilgi ortamı kalitesinin belirlenmesinde oynadığı baskın rolü vurgulamaktadır.

Analist sayısı, ikinci en yüksek pozitif yüklemeyi (+0,530) göstermektedir ve finansal analistlerin şirketlerin bilgi ortamlarını iyileştirmedeki önemli rolünü doğrulamaktadır. Bhushan (1989) tarafından savunulduğu gibi, analistler, şirketlere özgü bilgileri toplayan, işleyen ve piyasa katılımcılarına yayarak bilgi asimetrisini azaltan bilgi aracıları olarak görev yapmaktadır. Endeksimizde analistlerin kapsama oranının güçlü pozitif yüklemesi, bu teorik bakış açısını pekiştirmektedir.

Log_Trading_Volume, +0,456 yükleme ile endekse olumlu katkı sağlamaktadır. Daha yüksek işlem hacimleri genellikle yatırımcı ilgisinin ve bilgi akışının daha fazla olduğunu gösterir, bu da daha verimli fiyat keşfi ve bilgi asimetrisinin azalmasına yol açar (Chordia et al., 2008). Endeksimizde işlem hacminin pozitif yüklemesi, daha aktif işlem gören firmaların daha iyi bilgi ortamlarına sahip olma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Bid_Ask_Spread, endeksimizde negatif yüklemeye (-0,264) sahip tek değişkendir ve bu, bilgi asimetrisinin bir ölçüsü olarak teorik yorumuyla tutarlıdır. Daha geniş alıŖ-satıŖ spreadleri, piyasa katılımcıları arasında daha fazla bilgi asimetrisine işaret eder ve bu da daha zayıf bilgi ortamlarını yansıtır (Leuz & Verrecchia, 2000). Negatif

yükleme, alış-satış spreadleri arttıkça bilgi ortamının kalitesinin düştüğünü teyit etmektedir.

Bu yüklemelerin göreceli büyüklükleri, Market_Size ve The_Number_of_Analyst'in IEI'mize en büyük olumlu katkı sağlayan faktörler olduğunu, Bid_Ask_Spread'in ise tek olumsuz katkı sağlayan faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Bu model, firma büyüklüğü ve analist kapsamının, firmaların bilgi ortamlarının şekillenmesinde özellikle önemli roller oynadığını göstermektedir. Bu bulgu, bilgi kalitesi ve erişilebilirliğinin önemli belirleyicileri olarak bu faktörleri vurgulayan önceki araştırmalarla tutarlıdır (Lang & Lundholm, 1996; Bhushan, 1989).

3.7.Araştırma Yöntemi ve Sonuçlar

Bu bölümde, araştırmanın ampirik test sürecine ilişkin yöntemsel yaklaşım ve bulgulara sistematik bir biçimde yer verilmiştir. İlk olarak, örneklemde yer alan firmalara ait temel istatistiksel özelliklerin ortaya konulması amacıyla tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Ardından, kuramsal çerçevede geliştirilen hipotezlerin test edilmesine yönelik olarak panel veri regresyon analizleri gerçekleştirilmiş ve ilgili bulgular detaylandırılmıştır. Son olarak, elde edilen bulguların geçerliliğini ve güvenilirliğini artırmak amacıyla robustness (sağlamlık) testleri yapılmıştır. Bu test Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) yürürlüğe konulan düzenlemeyle dayanarak yapılmış ve buradaki “post2016” zaman bölümlemeli sağlamlık testi sonuçlarına yer verilmiştir. Tüm analizler, hipotezler temelinde yorumlanarak hem kuramsal hem de uygulamalı düzeyde çıkarımlarda bulunulmuştur.

3.7.1. Tanımlayıcı İstatistikler

BIST100 şirketlerine ait 2014-2023 dönemi verilerinin; ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerleri gösterilmektedir.

Tablo 4 Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
ROA	9.34	11.00	-67.56	74.19
Tobin's Q	1.54	1.14	0.25	11.46
Q1 Çeyreklik Getirisi	46.66	102.58	-68.85	759.50
Q2 Çeyreklik Getirisi	43.42	83.47	-64.00	965.13
Q3 Çeyreklik Getirisi	56.35	122.02	-52.00	1681.51
Q4 Çeyreklik Getirisi	55.74	109.04	-65.61	992.31
Finansal Kaldıraç	0.32	0.21	0.00	1.22
Tarihsel Beta	0.93	0.30	0.00	2.31
Borç Maliyeti	0.10	0.19	0.00	3.63

Örneklem dönemine ilişkin BIST verilerine göre ortalama ROA'nın 9,34 olması özellikle gelişmekte olan piyasalar bazında değerlendirilirse oldukça güçlü bir aktif karlılığa işaret etmektedir. Ancak buradaki standart sapmanın yüksekliği örneklem kapsamındaki şirketler arasında aktiflerin karlı kullanılmasında önemli farklılıklar olduğunu göstermektedir. Ayrıca bazı şirketlerin oldukça zarar durumunda olduğu görülmektedir.

Ortalama Tabin Q değerinin 1'in üzerinde olması yatırımcıların şirketlerin büyüme beklentilerine olumlu yaklaştığını ya da maddi olmayan duran varlıkların

(örneğin marka, teknoloji, AR-GE) defter değerine yansımayan etkiler yarattığını ima eder. Minimum ve maksimum değerler incelendiğinde bazı şirketlerin (min. 0.25) düşük piyasa değerine maruz kaldığını ancak bazılarının (max 11.46) da aşırı değerlendirilmiş olduğu gözlemlenmektedir.

Hisse senedi getirilerinin ortalamalarının oldukça yüksek olması çalışma kapsamındaki dönemlerde olağanüstü piyasa hareketlerinin (pandemi dönemi çöküşü, pandemi sonrasında toparlanma, ekonomik kriz dönemleri, siyasi etkiler vb.) yaşanmış olabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte buradaki standart sapmalardaki yükseklik şirketler arası önemli oynaklığa dikkat çekmektedir.

Finansal Kaldıraç değişkeninin ortalaması 0,32 olup, ancak bazı şirketlerde borç/özkaynak oranının %100'ü aşması, bu şirketlerin finansal riskinin ve faiz yükünün çok yüksek olabileceğini; ekonomik dalgalanmalarda likidite sıkıntısı yaşayabileceklerini gösterir. Beta Katsayısı, piyasa riskine duyarlılığı temsil eder ve ortalama değeri 0.93 olup, örneklem kapsamındaki şirketlerin çoğunlukla piyasa hareketlerine korele bir tepki verdiğini göstermektedir. Borçlanma Maliyeti, %10 ortalama ile şirketlerin makul bir borçlanma maliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Çalışmanın temelini oluşturan Düzeltilmiş FAVÖK verisi ise geniş bir aralıkta değişim göstermekte olup, bazı şirketlerin negatif değerler üretmesi dikkat çekicidir. Negatif değerler ya olağanüstü giderler ya da düşük ciro/kârlılık nedeniyle ortaya çıkmış olabilir. Analiz kapsamında yapılan panel veri analizinde bu heterojenliğin sabit veya tesadüfi etkilerle modele dahil edilmesi ile sonuçların tarafsız ve güvenilir olmasını sağlanmaktadır.

Tablo 5'de araştırmada kullanılan temel değişkenler arasındaki Pearson korelasyon katsayıları yer almaktadır. Korelasyonlar yalnızca alt üçgen yapı kullanılarak sunulmuştur. Aynı zamanda anlamlılık düzeyleri yıldız işaretleri ile belirtilmiştir.

Tablo 5. Ana Değişkenler Arası Pearson Korelasyon Matrisi

Değişken	ROA	Tarihsel Beta	Düzeltilmiş FAVÖK	IEI	Beta	Borçlanma Maliyeti	Finansal Kaldıraç
ROA	1.0						
Tarihsel Beta	0.27***	1.0					
Düzeltilmiş FAVÖK	0.06*	-0.07	1.0				
IEI	0.09	-0.12**	0.27***	1.0			
Beta	-0.06	-0.11	0.06	0.34**	1.0		
Borçlanma Maliyeti	0.14**	0.13	-0.03	-0.07*	-0.02	1.0	
Finansal Kaldıraç	-0.23***	0.06	-0.04	-0.11	0.08	-0.09	1.0

Not: Anlamlılık seviyeleri: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$.

Tablo 5’te Düzeltilmiş FAVÖK ile Bilgi Ortamı Endeksi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ($r = 0.27$) tespit edilmiştir. Bu sonuç, bilgi ortamı şeffaflığı daha yüksek olan şirketlerin açıkladıkları Düzeltilmiş FAVÖK kaleminin görece daha yüksek olabileceği gösterilmektedir. Aynı zamanda bu ilişki, ilerleyen analizlerde test edilecek bilgi ortamı endeksinin moderatör etkileri için anlamlı bir temel oluşturmaktadır.

ROA ile Tobin’s Q arasında gözlenen pozitif korelasyon ($r = 0.27$), kârlılıkla piyasa değeri arasında yapısal bir ilişkiye işaret etmektedir. Ayrıca, Finansal Kaldıraç ile ROA arasındaki negatif korelasyon ($r = -0.23$), borçluluğu artan şirketlerin varlıklarını daha düşük verimlilikle kullandığına dair yaygın bulguları

desteklemektedir. Tüm bunların yanında, Borçlanma Maliyeti ile ROA arasında ise pozitif ancak zayıf bir ilişki ($r = 0.14$) gözlemlenmiştir.

Korelasyon matrisindeki sonuçlara göre bilgi ortamı endeksi ile beta katsayısı arasındaki pozitif ve orta düzeyde korelasyon ($r = 0.34$) tespit edilmiştir. Bu durum piyasa tarafından daha fazla izlenen (analist sayısı yüksek) şirketlerin sistematik riske (beta) daha duyarlı olabileceğine işaret edebilir. Ayrıca, bilgi ortamı şeffaflığı ile piyasa risk algısı arasında yapısal bir ilişki olabileceğini düşündürmektedir.

Korelasyon matrisine göre modelde yer alan hiçbir değişkenin korelasyon katsayısı önemli ölçüde yüksek olmadığı için (Gujarati, 2009), modellerde çoklu-doğrusallık sorunu ile karşılaşılmamıştır. Bunun ardından modelin tahmin gücünü zayıflatabilecek çoklu doğrusal bağlantı riski, VIF analizi ile test edilmiştir. Tüm değişkenler için değerler teoride kabul gören eşik olan 5'in oldukça altında kalmıştır. VIF test sonuçlarına ilişkin detaylara Ek Tablo.2'de yer verilmiştir.

3.7.2. Panel Regresyon Sonuçları

Korelasyon matrisi ardından Hausman testi gerçekleştirilerek panel veri analizdeki sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasından uygun model seçimini yapılmaktadır. Burada sıfır hipotezi (H_0), tesadüfi etkiler modelinin tutarlı ve tercih edilebilir olduğunu belirtirken, alternatif hipotez (H_1), sabit etkiler modelinin daha tutarlı olduğunu ifade eder. Bu bağlamda Tablo 5'da çalışmamızdaki her bağımlı değişken için gerçekleştirilen Hausman testi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 6. Hausman Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Test İstatistiği (χ^2)	Serbestlik Derecesi (df)	p-değeri
ROA	21.54	5	0.0006
Tobin's Q	18.87	5	0.0018
Q1 Çeyreklik Getirisi	25.73	5	0.0001
Q2 Çeyreklik Getirisi	23.11	5	0.0004
Q3 Çeyreklik Getirisi	28.62	5	0.0000
Q4 Çeyreklik Getirisi	19.96	5	0.0012

Not: Hausman testi, sabit etkiler (FE) ve tesadüfi etkiler (RE) modelleri arasındaki seçim için kullanılır. $p < 0.05$ ise sabit etkiler modeli tercih edilir.

Tablo 6'daki Hausman testi sonuçları, p-değerlerinin tamamında 0.05 anlamlılık eşiğinin altında kaldığını göstermektedir. Bu durum, her bir modelde açıklayıcı değişkenler ile sabit şirket etkileri arasında istatistiksel olarak anlamlı korelasyonlar bulunduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, tesadüfi etkiler modeli (RE) tarafından yapılan tutarlılık varsayımı ihlal edilmekte ve sabit etkiler modelinin (FE) daha doğru ve güvenilir sonuçlar sunduğu kabul edilmektedir.

Bu sonuçlar doğrultusunda incelenen örneklemdeki şirketlerin spesifik ve zamana göre değişmeyen özelliklerinin (şirket etkileri) karlılığı, şirket değerlemelerini ve hisse getirilerini belirlemede önemli olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Bu sebeple, çalışma kapsamındaki tüm panel regresyon modellerinin, bu sabit etkileri içerecek şekilde oluşturulması, analizlerin güvenilirliği ve sonuçların doğruluğu açısından kritik öneme sahiptir. Ayrıca tüm regresyon analizlerinde heteroskedastisite ve otokorelasyon problemleri dikkate alınarak robust standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 7'de H1a Modeli için gerçekleştirilen panel regresyon analizi sonuçları bulunmaktadır.

Tablo 7. ROA İçin Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı (β)	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.173	0.048	3.604	0.000***
Finansal Kaldıraç	-0.092	0.037	-2.486	0.013**
Borçlanma Maliyeti	-0.014	0.029	-0.483	0.629
Şirket Büyüklüğü (ln)	0.021	0.022	0.955	0.340
Tarihsel Beta	0.016	0.017	0.941	0.347
Sabit Terim (Const.)	-0.263	0.184	-1.429	0.154
F-istatistiği				23.84***
Düzeltilmiş R ²				0.271
Gözlem Sayısı (N)				580

Not: Bu modelde sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Hausman testi sonucunda ($\chi^2 = 13.23$, $df = 4$, $p = 0.0101$) sabit etkiler modelinin rastgele etkiler modeline kıyasla daha uygun olduğu belirlenmiştir. Katsayılar robust standart hatalarla tahmin edilmiştir.

Açıklama: + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

Tablo 7’de sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgulara göre modelin genel anlamlılığı F-istatistiği (23.84, $p < 0.01$) ile doğrulanmakta; bu da bağımsız değişkenlerin birlikte ROA üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Açıklayıcı değişkenler, aktif kârlılıkta gözlenen varyansın %27,1’ini açıklamaktadır (Adjusted R² = 0.271).

Regresyon sonuçları, Düzeltilmiş FAVÖK’ün ROA üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir ($\beta = 0.173$, $p < 0.01$). Bu bulgu, H1a hipotezini desteklemekte olup, faaliyet kârlılığını yansıtan bu ölçütün

aktiflerin verimli kullanımı yoluyla şirket kârlılığına katkıda bulunduğunu göstermektedir. Bulgular, Düzeltilmiş FAVÖK'ün yalnızca içsel performans ölçümü değil, aynı zamanda yönetsel karar alma süreçlerinde kullanılabilecek bilgilendirici bir kazanç göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır.

Kontrol değişkenlerinden finansal kaldıraç, ROA ile beklenen doğrultuda negatif ve anlamlı bir ilişki göstermiştir ($\beta = -0.092$, $p < 0.05$); bu da borçluluğun artmasının aktif kârlılığı üzerinde baskı yarattığını göstermektedir. Diğer kontrol değişkenleri (borç maliyeti, şirket büyüklüğü ve beta) anlamlı bulunmamış; dolayısıyla bu değişkenlerin ROA üzerindeki etkileri örneklem kapsamında istatistiksel olarak belirgin değildir.

Tablo 8'de H1b Modeli için gerçekleştirilen panel regresyon analizi sonuçları bulunmaktadır.

Tablo 8. Tobin's Q İçin Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı (β)	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.146	0.059	2.475	0.014**
Finansal Kaldıraç	-0.078	0.038	-2.053	0.041**
Borçlanma maliyeti	-0.019	0.027	-0.704	0.482
Şirket Büyüklüğü	0.037	0.021	1.741	0.083 ⁺
Tarihsel Beta	0.012	0.016	0.750	0.453
Sabit Terim (Const.)	-0.197	0.172	-1.145	0.253
F-istatistiği				18.41***
Adjusted R ²				0.212
Gözlem Sayısı (N)				580

Not: Model sabit etkiler yaklaşımıyla tahmin edilmiştir. Hausman testi sonucu ($\chi^2 = 10.87$, $df = 4$, $p = 0.0279$) sabit etkiler modelinin tercih edilmesini desteklemektedir. Katsayılar robust standart hatalarla tahmin edilmiştir. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

Tablo 8’de sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgulara göre, modelin genel anlamlılığı F-istatistiği (18.41, $p < 0.01$) ile desteklenmiş ve istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmiştir. Ayrıca, açıklayıcı değişkenler şirket piyasa değerinin defter değerine oranı olan Tobin’s Q’daki varyansın %21’ini açıklamaktadır (Adjusted R² = 0.212).

Model sonuçları, düzeltilmiş FAVÖK’ün şirket piyasa değerini temsil eden Tobin Q üzerindeki etkisinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu

göstermektedir ($\beta = 0.146$, $p < 0.05$). Bu bulgu, H1b hipotezini desteklemekte olup, düzeltilmiş FAVÖK'ün piyasa değeri üzerinde belirleyici bir performans göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır. Faaliyet kârlılığındaki artış, yatırımcılar tarafından olumlu algılanmakta ve şirket değerlemesine yansımaktadır. Bu durum, düzeltilmiş FAVÖK'ün yalnızca içsel verimlilik ölçümü değil, aynı zamanda piyasa bazlı analizlerde de dikkate alınması gereken stratejik bir metrik olduğunu göstermektedir.

Kontrol değişkenlerinden finansal kaldıraç, Tobin Q ile negatif ve anlamlı bir ilişki sergilemiştir ($\beta = -0.078$, $p < 0.05$). Bu bulgu, borç seviyesinin artmasının piyasa tarafından risk unsuru olarak değerlendirildiğini ve dolayısıyla şirket değerinde düşüşe yol açtığını göstermektedir. Borçlanma maliyeti ve beta katsayısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Şirket büyüklüğü değişkeni ise Tobin Q üzerinde pozitif ve sınırda anlamlı bir etki göstermektedir ($\beta = 0.037$, $p < 0.10$); bu durum, büyük ölçekli şirketlerin yatırımcılar tarafından daha yüksek piyasa çarpanlarıyla değerlendirilebileceğine işaret etmektedir.

Modelin istatistiksel olarak anlamlı oluşu ($F = 18.41$, $p < 0.01$) ve açıklayıcılık gücü ($\text{Adjusted } R^2 = 0.212$), analiz edilen bağımsız değişkenlerin Tobin Q üzerindeki etkilerinin dikkate değer olduğunu ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, H1b hipotezi desteklenmiş; düzeltilmiş FAVÖK'ün yalnızca muhasebe temelli değil, aynı zamanda piyasa temelli şirket değerlemesi üzerinde de belirleyici bir rol oynadığı gösterilmiştir. Bu bulgu, ilgili performans göstergesinin yatırımcı kararlarında etkili olabilecek bütüncül bir finansal ölçüt niteliği taşıdığını teyit etmektedir.

Tablo 9'da H1c Modeli için gerçekleştirilen panel regresyon analizi sonuçları bulunmaktadır.

Tablo 9. Q1–Q4 Hisse Getirileri İçin Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Q1 Getiri (β)	p-değeri	Q2 Getiri (β)	p-değeri	Q3 Getiri (β)	p-değeri	Q4 Getiri (β)	p-değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.08	0.03**	0.10	0.02**	0.11	0.01***	0.12	0.01***
Finansal Kaldıraç	-0.07	0.04**	-0.06	0.06+	-0.06	0.07+	-0.05	0.11
Borçlanma maliyeti	-0.01	0.53	-0.01	0.48	-0.01	0.61	-0.01	0.69
Şirket Büyüklüğü	0.03	0.08+	0.03	0.07+	0.03	0.04**	0.04	0.03**
Tarihsel Beta	0.02	0.35	0.01	0.37	0.02	0.31	0.02	0.28
Sabit Terim (Const.)	-0.21	0.19	-0.23	0.17	-0.24	0.15	-0.26	0.13
Adjusted R²	0.18		0.19		0.21		0.22	
Gözlem Sayısı (N)	580		580		580		580	

Not: Her bir model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Hausman testleri her çeyrek için sabit etkiler modelinin uygun olduğunu göstermektedir ($p < 0.05$). Tahminler robust standart hatalarla gerçekleştirilmiştir. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$; **, $p < 0.01$; ***, $p < 0.001$.

Tablo 9’da sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgulara göre, her bir çeyrek dönem için ayrı ayrı kurulan modellerin tamamı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hausman testleri sonucunda tüm çeyreklerde sabit etkiler modeli tercih edilmiş ve analizler heteroskedastisite ile otokorelasyon gibi panel veri varsayım ihlallerine karşı robust standart hatalarla gerçekleştirilmiştir. Modelin açıklayıcı gücünü yansıtan Adjusted R² değerleri sırasıyla %17.6, %19.1, %20.6 ve %22.3 olarak hesaplanmıştır. Bu değerler, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin dönemsel hisse getirileri üzerindeki varyansın anlamlı bir bölümünü açıkladığını göstermektedir.

Sonuçlar, Düzeltilmiş FAVÖK'ün çeyreklik hisse senedi getirileri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. İlk çeyrek için katsayı 0.08 olup $p < 0.05$ düzeyinde anlamlıdır. Bu etki ikinci çeyrekte 0.10 ($p < 0.05$), üçüncü çeyrekte 0.11 ($p < 0.01$) ve dördüncü çeyrekte 0.12 ($p < 0.01$) seviyesine yükselmektedir. Bu bulgular, Düzeltilmiş FAVÖK artışın yatırımcı fiyatlamasına düzenli biçimde yansıdığını ve yıl genelinde hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Bu durum, H1c hipotezini dört çeyrek boyunca tutarlı şekilde desteklemektedir. Sonuçlar, düzeltilmiş FAVÖK'ün yıl boyunca tutarlı bir sinyal değeri taşıdığını göstermektedir.

Kontrol değişkenlerinden Finansal Kaldıraç, ilk iki çeyrekte negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etki göstermiştir (Q1: $\beta = -0.07$, $p < 0.05$; Q2: $\beta = -0.06$, $p < 0.10$). Bu bulgu, yüksek borçluluk seviyesinin kısa vadeli hisse performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Üçüncü ve dördüncü çeyreklerde ise bu etkinin istatistiksel anlamlılığı ortadan kalkmıştır. Şirket Büyüklüğü değişkeni, yılın ikinci yarısında anlamlı pozitif etkiler göstermiştir (Q3: $\beta = 0.03$, $p < 0.05$; Q4: $\beta = 0.04$, $p < 0.05$). Bu sonuç, büyük ölçekli şirketlerin daha yüksek yatırımcı güveniyle karşılandığını ve daha istikrarlı getirilere sahip olabileceğini işaret etmektedir.

Diğer kontrol değişkenlerinden Borçlanma Maliyeti ve Beta Katsayısı ise dört çeyrek boyunca anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır. Bu durum, söz konusu değişkenlerin örneklem kapsamında kısa dönemli hisse getirilerini açıklamada sınırlı etkide bulunduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, H1c hipotezi dört ayrı dönem için doğrulanmış; Düzeltilmiş FAVÖK'ün hisse senedi getirileri üzerinde tutarlı, pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Bu bulgu, söz konusu performans göstergesinin yalnızca muhasebe temelli değil, aynı zamanda yatırımcı davranışlarını yansıtan piyasa temelli ölçütler açısından da yüksek açıklayıcılığa sahip olduğunu göstermektedir. Böylelikle, Düzeltilmiş FAVÖK, alternatif performans ölçütü olarak, şirket değerlemesinde ve yatırım kararlarında bilgilendirici teoriye hizmet eden bir karar destek aracı olarak değerlendirilmektedir.

H2 – Bilgi Ortamı Etkileşim Hipotezleri

Tablo 10’da sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgular, çalışmanın H2a hipotezini test etmek amacıyla oluşturulan etkileşimli yapının sonuçlarını yansıtmaktadır.

Tablo 10. ROA Modeli için Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı (β)	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.13	0.05	2.60	0.01**
Bilgi Ortamı Endeksi	0.04	0.03	1.22	0.22
Düzeltilmiş FAVÖK $\times$ IEI	0.07	0.03	2.23	0.03**
Finansal Kaldıraç	-0.09	0.04	-2.35	0.02**
Borçlanma maliyeti	-0.01	0.03	-0.39	0.70
Şirket Büyüklüğü (log)	0.02	0.02	1.08	0.28
Tarihsel Beta	0.01	0.02	0.94	0.35
Sabit Terim (Const.)	-0.27	0.18	-1.50	0.13
F-istatistiği				22.11***
Adjusted R ²				0.29
Gözlem Sayısı (N)				580

Not: Model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Hausman testi ($\chi^2 = 14.02$, $df = 5$, $p = 0.009$) sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Katsayılar robust standart hatalarla tahmin edilmiştir. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

Bu modelde, bağımlı değişken olarak ROA kullanılmış ve bağımsız değişkenler arasında Düzeltilmiş FAVÖK, Bilgi Ortamı Endeksi ve bu iki değişkenin çarpımıyla oluşturulan etkileşim terimi (Düzeltilmiş FAVÖK $\times$ IEI) dahil edilmiştir. Hausman testi sonucunda ($\chi^2 = 14.02$, $df = 5$, $p = 0.009$) sabit etkiler modelinin tercih edilmesi uygun görülmüş; model tahminleri heteroskedastisiteye karşı dayanıklı robust standart hatalarla gerçekleştirilmiştir. Modelin genel anlamlılığı yüksek olup ($F = 22.11$, $p < 0.01$), açıklayıcılık düzeyi da önceki modele kıyasla artarak Adjusted $R^2 = 0.29$ seviyesine ulaşmıştır.

Etkileşim teriminin katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\beta = 0.07$, $p < 0.05$). Bu sonuç, H2a hipotezini desteklemekte ve Bilgi Ortamı'nın kalitesinin, Düzeltilmiş FAVÖK ile şirket kârlılığı (ROA) arasındaki ilişkiyi güçlendirdiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılara daha şeffaf, doğru ve zamanlı bilgi sunulan bilgi ortamlarında, alternatif performans ölçütü olan düzeltilmiş FAVÖK yatırımcılar tarafından daha anlamlı değerlendirilmekte ve düzeltilmiş FAVÖK'ün muhasebe temelli performans üzerindeki etkisi artmaktadır.

Ana etki modeli gibi, Düzeltilmiş FAVÖK değişkeni bu etkileşimli modelde ROA üzerinde de pozitif ve anlamlı bir etki göstermeye devam etmektedir ($\beta = 0.13$, $p < 0.05$). Bu durum düzeltilmiş FAVÖK'ün, bilgi ortamının niteliğinden bağımsız olarak da ROA üzerinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Öte yandan, IEI değişkeninin tek başına etkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p > 0.10$). Bu sonuç, bilgi ortamının etkileşim terimi yoluyla, yani belirli koşullar altında etkili olduğunu, doğrudan etki yaratmadığını göstermektedir.

Kontrol değişkenleri açısından incelendiğinde, Finansal Kaldıraç değişkeni ROA üzerinde negatif ve anlamlı bir etki yaratmaya devam etmektedir ($\beta = -0.09$, $p < 0.05$). Bu bulgu, önceki modellerle tutarlı biçimde, borçluluğun kârlılık üzerinde baskılayıcı bir unsur olduğunu göstermektedir. Diğer kontrol değişkenlerinden Borçlanma Maliyeti, Şirket Büyüklüğü ve Beta Katsayısı, anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır. Sabit terim negatif olmakla birlikte ($\beta = -0.27$), istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p > 0.10$).

Sonuç olarak, H2a hipotezi desteklenmiştir. Bilgi ortamının kalitesinin yüksek olduğu koşullarda, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA üzerindeki etkisi daha belirgin şekilde hissedilmektedir. Bu durum, bilgi ortamının, yatırımcıların alternatif performans ölçütlerini algılama, değerlendirme ve fiyatlama davranışları üzerinde doğrudan etkili olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular, şeffaf ve bilgilendirici bir raporlama ortamının, alternatif performans göstergelerinin bilgilendirici rolü üzerinde artırıcı bir rol oynadığını teyit etmektedir.

Tablo 11'de sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgular, H2b hipotezini test etmeye yönelik olarak kurgulanan etkileşimli panel regresyon modeline dayanmaktadır.



Tablo 11. Tobin's Q Modeli için Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı (β)	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.14	0.06	2.32	0.02**
Bilgi Ortamı Endeksi	0.05	0.03	1.83	0.07 ⁺
Düzeltilmiş FAVÖK $\times$ IEI	0.02	0.02	1.18	0.24
Finansal Kaldıraç	-0.08	0.04	-2.06	0.04**
Borçlanma Maliyeti	-0.02	0.03	-0.59	0.55
Şirket Büyüklüğü (log)	0.03	0.02	1.36	0.17
Tarihsel Beta	0.01	0.02	0.89	0.37
Sabit Terim (Const.)	-0.19	0.17	-1.13	0.26
F-istatistiği				17.59***
Adjusted R ²				0.22
Gözlem Sayısı (N)				580

Not: Model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Hausman testi ($\chi^2 = 11.76$, $df = 5$, $p = 0.038$) sabit etkiler modelinin uygun olduğunu göstermektedir. Tüm tahminlerde robust standart hatalar kullanılmıştır. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

Bu modelde bağımlı değişken Tobin's Q olup, bağımsız değişkenler arasında Düzeltilmiş FAVÖK, Bilgi Ortamı Endeksi (IEI) ve bu iki değişkenin çarpımından elde edilen etkileşim terimi (Düzeltilmiş FAVÖK $\times$ IEI) yer almaktadır. Hausman testi

sonucunda ($\chi^2 = 11.76$, $df = 5$, $p = 0.038$) sabit etkiler modelinin tercih edilmesi uygun bulunmuştur. Model tahminleri, heteroskedastisiteye karşı dayanıklı robust standart hatalarla gerçekleştirilmiştir. F-istatistiği anlamlıdır ($F = 17.59$, $p < 0.01$) ve modelin açıklayıcılık düzeyi %22 olarak hesaplanmıştır (Adjusted $R^2 = 0.22$).

Modeldeki etkileşim terimi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($\beta = 0.02$, $p = 0.24$). Bu bulgu, bilgi ortamı kalitesinin, Düzeltilmiş FAVÖK'ün şirket piyasa değeri üzerindeki etkisini anlamlı biçimde değiştirmediğini göstermektedir. Dolayısıyla, H2b hipotezi bu model kapsamında desteklenmemektedir. Başka bir ifadeyle, bilgi ortamının niteliği, alternatif performans ölçütü olan Düzeltilmiş FAVÖK ile Tobin Q arasındaki ilişki üzerinde moderatör bir rol oynamamıştır.

Ana etkiler incelendiğinde, Düzeltilmiş FAVÖK değişkeninin Tobin Q üzerindeki etkisi bu modelde de pozitif ve anlamlı bulunmuştur ($\beta = 0.14$, $p < 0.05$). Bu sonuç, H1b hipotezini destekleyen önceki analizlerle tutarlıdır ve düzeltilmiş FAVÖK'ün piyasa tarafından pozitif şekilde fiyatlandığını göstermektedir. Ayrıca, bilgi ortamı endeksi (IEI) değişkeninin tek başına etkisi de pozitif ve istatistiksel olarak sınırdan anlamlıdır ($\beta = 0.05$, $p < 0.10$). Bu durum, bilgi ortamının şirket değeri üzerinde doğrudan bir olumlu etki yaratabileceğine işaret etmektedir.

Kontrol değişkenleri arasında finansal kaldıraç negatif ve anlamlı bir etki yaratmıştır ($\beta = -0.08$, $p < 0.05$). Bu bulgu, yüksek finansal kaldıraç seviyesinin piyasa değeri üzerinde baskı oluşturduğunu göstermektedir. Diğer kontrol değişkenlerinden Borçlanma Maliyeti, Şirket Büyüklüğü ve Beta katsayısı ise anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır; dolayısıyla bu değişkenlerin piyasa değeri üzerindeki etkileri örneklem düzeyinde belirgin değildir.

Sonuç olarak, Tobin's Q modeli kapsamında H2b hipotezi desteklenmemiştir. Bilgi ortamı kalitesi, Düzeltilmiş FAVÖK ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi anlamlı biçimde değiştirmemektedir. Ancak bilgi ortamının kendisinin, şirket değeri üzerinde doğrudan pozitif bir etkide bulunduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, bilgi çevresinin yatırımcılar açısından şirket değerlemesinde dikkate alınan bağımsız bir faktör olabileceğini göstermekte; ancak moderatörlük düzeyinde anlamlı bir farklılık yaratmadığını ortaya koymaktadır.

Tablo 12’de sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgular, H2c hipotezinin test edilmesine yönelik olarak oluşturulan dört ayrı çeyreklik panel regresyon modeline dayanmaktadır.

Tablo 12. Q1–Q4 Hisse Getirileri İçin Etkileşimli Panel Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Q1 Getiri (β)	p- değeri	Q2 Getiri (β)	p- değeri	Q3 Getiri (β)	p- değeri	Q4 Getiri (β)	p- değeri
Düzeltilmiş FAVÖK	0.07	0.04**	0.08	0.03**	0.09	0.01***	0.11	0.01***
IEI	0.01	0.41	0.01	0.39	0.02	0.28	0.02	0.09 ⁺
FAVÖK × IEI	0.01	0.22	0.02	0.19	0.03	0.05**	0.03	0.03**
Finansal Kaldıraç	−0.06	0.05**	−0.06	0.06 ⁺	−0.05	0.09 ⁺	−0.04	0.14
Borçlanma maliyeti	−0.01	0.55	−0.01	0.51	−0.01	0.62	−0.01	0.65
Şirket Büyüklüğü	0.03	0.08 ⁺	0.03	0.07 ⁺	0.04	0.04**	0.04	0.03**
Tarihsel Beta	0.01	0.36	0.01	0.34	0.02	0.31	0.02	0.29
Sabit Terim (Const.)	−0.22	0.19	−0.24	0.17	−0.26	0.15	−0.29	0.12
Adjusted R ²	0.18		0.20		0.22		0.24	
Gözlem Sayısı (N)	580		580		580		580	

Not: Her bir model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Hausman testleri her çeyrek için sabit etkiler modelini desteklemektedir ($p < 0.05$). Tüm katsayılar robust standart hatalarla tahmin edilmiştir.

Açıklama: + $p < 0.10$, $p < 0.05$; **, $p < 0.01$; ***

Bu kapsamda, her bir modelde bağımlı değişken olarak çeyreklik hisse getirileri (Q1–Q4) ele alınmış ve bağımsız değişkenler arasında Düzeltilmiş FAVÖK, Bilgi Ortamı Endeksi (IEI) ile bu iki değişkenin çarpımıyla oluşturulan etkileşim terimi (Düzeltilmiş FAVÖK $\times$ IEI) yer almıştır. Hausman testleri her model için ayrı ayrı uygulanmış ve sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği anlaşılmıştır ($p < 0.05$). Tüm tahminler, heteroskedastisiteye karşı dayanıklı robust standart hatalarla gerçekleştirilmiştir.

Etkileşim terimi üçüncü ve dördüncü çeyreklerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur (Q3: $\beta = 0.028$, $p = 0.047$; Q4: $\beta = 0.031$, $p = 0.033$). Bu bulgular, yılın ikinci yarısında bilgi ortamı kalitesinin, Düzeltilmiş FAVÖK ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi güçlendirdiğini göstermektedir. İlk iki çeyrekte (Q1–Q2) etkileşim katsayıları pozitif yönde olsa da anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır. Bu durum, bilgi ortamının yatırımcı fiyatlama üzerindeki etkisinin yılın belirli dönemlerinde artabileceğine işaret etmektedir.

Ana etkiler düzeyinde değerlendirildiğinde, Düzeltilmiş FAVÖK değişkeni tüm çeyreklerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p < 0.05$). Bu bulgu, düzeltilmiş FAVÖK'ün yıl boyunca piyasa tarafından tutarlı bir şekilde fiyatlandığını ve getiriler üzerinde doğrudan etkili olduğunu göstermektedir. IEI değişkeni yalnızca dördüncü çeyrekte anlamlılık düzeyine ulaşmış ($\beta = 0.023$, $p < 0.10$), diğer çeyreklerde etkisi istatistiksel olarak belirgin olmamıştır. Bu da bilgi ortamının şirket getirileri üzerindeki doğrudan etkisinin sınırlı ancak dönemsel olarak anlamlı olabileceğini düşündürmektedir.

Kontrol değişkenleri açısından, Finansal Kaldıraç değişkeni genel olarak negatif etki göstermiştir; bu da borçluluğun hisse getirilerini olumsuz etkileyebileceğini ortaya koymaktadır. Diğer kontrol değişkenleri olan Borçlanma Maliyeti, Şirket Büyüklüğü ve Beta Katsayısı dönemlere göre farklılık göstermekle birlikte çoğu çeyrekte istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Sonuç olarak, H2c hipotezi kısmen desteklenmiştir. Etkileşim terimi yılın ikinci yarısında anlamlılık kazanmış, bu da bilgi ortamı kalitesinin yatırımcı fiyatlama üzerindeki etkisinin dönemsel olarak güçlendiğini ortaya koymuştur. Özellikle yılın

son iki çeyreğinde yatırımcıların şirkete ilişkin bilgiye daha hızlı ve sağlıklı erişebildikleri ortamlarda alternatif performans ölçütlerine karşı duyarlılıklarını artırdığı söylenebilir. Bu bulgular, bilgi ortamı niteliğinin piyasa performansına etkisini dolaylı yollarla şekillendirdiğini göstermektedir.

H3 – Doğrusal Olmayan Etki Hipotezleri

Tablo 13’de sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgular, çalışmanın H3a hipotezini test etmeyi amaçlayan doğrusal olmayan regresyon analizine dayanmaktadır.

Tablo 13. ROA Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
AdjEBITDA (centered)	0.0002	0.00004	5.15	0.000***
AdjEBITDA ²	-7.59e-10	1.65e-10	-4.59	0.000***
Finansal Kaldıraç	-27.01	4.87	-5.55	0.000***
Borçlanma maliyeti	4.63	3.12	1.49	0.137
Tarihsel Beta	2.16	1.76	1.22	0.222
Constant	17.73	2.44	7.27	0.000***

Not: Model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Tüm standart hatalar Driscoll-Kraay yöntemiyle robust olarak hesaplanmıştır. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$; **, $p < 0.01$; ***

Bu analizde, bağımsız değişken olarak Düzeltilmiş FAVÖK’ün merkezlenmiş değeri (AdjEBITDA centered) ve bunun karesel terimi modele dahil edilmiştir. Böylece, söz konusu performans ölçütünün şirket aktif kârlılığı (ROA) üzerindeki muhtemel eğrisel etkisi test edilmiştir. Sabit etkiler modeli ile tahmin edilen modelde

standart hatalar, panel veri yapısına dayanlı Driscoll-Kraay yöntemiyle hesaplanmıştır.

Model sonuçlarına göre, Düzeltilmiş FAVÖK'ün doğrusal ($\beta = 0.0002$, $p < 0.01$) ve karesel ($\beta = -7.59e-10$, $p < 0.01$) terimleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Pozitif doğrusal katsayıya karşılık negatif karesel katsayı, bağımlı değişken olan ROA üzerinde ters-U şeklinde eğrisel bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu yapı, faaliyet kârlılığının belli bir düzeye kadar ROA'yı artırdığını, ancak bu düzeyin ötesine geçildiğinde marjinal etkinin azaldığını ve ROA'nın düşüşe geçtiğini ifade etmektedir. Başka bir deyişle, düşük ve orta düzeydeki Düzeltilmiş FAVÖK'ün değerlerinde ROA'ya katkı pozitifken, yüksek düzeylerde bu katkı giderek azalmakta ve sınırlayıcı hale gelmektedir.

Kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, Finansal Kaldıraç değişkeni bu modelde de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\beta = -27.01$, $p < 0.01$). Bu sonuç, borç düzeyinin artmasının şirket kârlılığı üzerinde baskılayıcı bir unsur olarak etkisini sürdürdüğünü teyit etmektedir. Diğer kontrol değişkenleri olan Borçlanma Maliyeti ve Beta Katsayısı, bu modelde anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır. Sabit terim ise pozitif ve yüksek düzeyde anlamlıdır.

Modelin genel anlamlılığı güçlü olup (tüm katsayılar için $p < 0.01$), doğrusal olmayan yapının varlığı hem teorik hem de ampirik olarak desteklenmiştir. Bu durum, analizlerde yalnızca doğrusal ilişkilerle yetinmenin yetersiz kalabileceğini, özellikle şirket performansı gibi ekonomik kavramların sınır etkiler içerdiğini ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, H3a hipotezi desteklenmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK ile ROA arasındaki ilişki doğrusal olmayan, ters-U biçiminde bir yapı sergilemekte olup, bu etki finansal analizlerde optimal kârlılık seviyelerinin önemine işaret etmektedir. Elde edilen bulgular, şirket kârlılığı üzerinde artan faaliyet performansının yalnızca başlangıç aşamalarında pozitif katkı sağladığını; ancak belirli bir eşiğin aşılması sonrasında verimsizlik yaratabileceğini göstermektedir. Bu yönüyle model, performans analizlerinde marjinal etkinliğin sınırlarını dikkate alan doğrusal olmayan modellere duyulan gereksinimi açıkça ortaya koymaktadır.

Bu bulgular, düzeltilmiş FAVÖK kullanımının başta bilgilendirici motivasyonla uyumlu olduğunu, ancak belirli eşiklerin aşılması durumunda bu sinyalin yatırımcılar açısından sorgulanabilir hâle gelebileceğini düşündürmektedir. Bu yorum, yönetsel düzeltmelerin yalnızca sınırlı düzeyde kaldığında bilgi değerinin güçlü olduğunu; ancak aşırıya kaçıldığında “kazanç yönetimi” şüphelerini doğurabileceğini ortaya koyar. Dolayısıyla, H3a hipotezi ampirik olarak desteklenmiş ve ilişki ters-U şeklinde doğrulanmıştır.

Tablo 14’te sunulan sabit etkiler modeline ilişkin bulgular, H3b hipotezi kapsamında Düzeltilmiş FAVÖK’ün şirket piyasa değeri üzerindeki doğrusal olmayan etkisini test etmektedir

Tablo 14. Tobin’s Q Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-değeri	p-değeri
AdjEBITDA (centered)	2.76e-06	1.81e-06	1.52	0.129
AdjEBITDA ²	-8.43e-12	5.92e-12	-1.42	0.153
Finansal Kaldıraç	1.07	0.47	2.28	0.023**
Borçlanma maliyeti	0.24	0.26	0.93	0.354
Tarihsel Beta	0.17	0.26	0.66	0.509
Constant	1.08	0.32	3.41	0.001***

Not: Model sabit etkiler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Standart hatalar Driscoll-Kraay yöntemiyle robust olarak hesaplanmıştır. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

Bu amaçla, modele bağımsız değişken olarak Düzeltilmiş FAVÖK’ün merkezlenmiş değeri (AdjEBITDA centered) ile karesel terimi dahil edilmiştir. Model

tahminleri sabit etkiler yöntemiyle gerçekleştirilmiş, standart hatalar ise panel veri yapısına dayanlı Driscoll-Kraay yöntemiyle robust olarak hesaplanmıştır.

Model sonuçlarına göre, ne doğrusal terim ($\beta = 2.76e-06$, $p = 0.129$) ne de karesel terim ($\beta = -8.43e-12$, $p = 0.153$) istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu, Düzeltilmiş FAVÖK'ün Tobin's Q üzerindeki etkisinin doğrusal veya doğrusal olmayan bir yapıda belirgin bir ilişki sergilemediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, piyasa değeri açısından bakıldığında, düzeltilmiş FAVÖK seviyesindeki değişimlerin belirli bir eşiğe kadar anlamlı bir artış ya da azalış eğrisi yaratmadığı görülmektedir. Bu nedenle, H3b hipotezi bu model kapsamında desteklenmemiştir.

Kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, Finansal Kaldıraç değişkeni Tobin's Q üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmıştır ($\beta = 1.07$, $p < 0.05$). Bu sonuç, şirket değerlemesinde borç kullanımının yatırımcılar tarafından pozitif bir sinyal olarak algılanabileceğine işaret etmektedir. Ancak diğer kontrol değişkenleri olan Borçlanma Maliyeti ve Tarihsel Beta katsayısı anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır. Sabit terim (Constant) istatistiksel olarak yüksek düzeyde anlamlı bulunmuş olup ($\beta = 1.08$, $p < 0.01$), modelin genel sabit etkisini yansıtmaktadır.

Sonuç olarak, Tobin's Q modeli kapsamında H3b hipotezi istatistiksel olarak desteklenmemiştir. Düzeltilmiş FAVÖK ile piyasa değeri arasındaki ilişkinin doğrusal ya da ters-U biçiminde belirgin bir yapıya sahip olmadığı anlaşılmaktadır. Piyasa değerinin düzeltilmiş FAVÖK düzeyine olan tepkisinin herhangi bir eşiğe ulaştığında farklılaştığına dair bir kanıt bulunmamıştır. Piyasa, belirli bir aralıkta bu sinyalleri doğru okuyabilmekte ancak yüksek ya da düşük düzey ayrımı yapmaksızın benzer tepki vermektedir. Bu, piyasa aktörlerinin alternatif performans ölçütü sinyallerine karşı daha istikrarlı ve nötr bir davranış sergilediği anlamına gelebilir.

Tablo 15'te sunulan sabit etkiler modeli sonuçları, H3c hipotezleri kapsamında, Düzeltilmiş FAVÖK'ün çeyreklik hisse senedi getirileri (Q1-Q4) üzerindeki doğrusal olmayan etkilerini incelemektedir. Her modelde bağımsız değişken olarak merkezlenmiş FAVÖK (AdjEBITDA centered) ve karesel terimi (AdjEBITDA²) yer

almakta olup, sabit etkiler modeliyle tahmin edilen modellerde standart hatalar Driscoll-Kraay yöntemiyle robust olarak hesaplanmıştır.

Tablo 15. Q1–Q4 Hisse Getirileri Üzerine Doğrusal Olmayan Etkiler

Değişkenler	Q1 Getiri (β)	p- değeri	Q2 Getiri (β)	p- değeri	Q3 Getiri (β)	p- değeri	Q4 Getiri (β)	p- değeri
AdjEBITDA (centered)	0.00	0.00***	0.00	0.00***	0.00	0.00***	0.00	0.00***
AdjEBITDA²	-0.00	0.00***	-0.00	0.00***	-0.00	0.00***	-0.00	0.00 **
Finansal Kaldıraç	-76.82	0.15	-103.57	0.02**	-202.42	0.00 **	-57.89	0.42
Borçlanma maliyeti	49.73	0.31	17.46	0.37	44.72	0.30	-30.15	0.65
Tarihsel Beta	88.06	0.00**	82.91	0.00***	153.45	0.00**	98.16	0.00**
Constant	-5.56	0.86	8.31	0.74	-10.93	0.80	-4.97	0.92

Not: Her modelde sabit etkiler yöntemi kullanılmış, standart hatalar Driscoll-Kraay yöntemiyle robust olarak tahmin edilmiştir. **Açıklama:** + $p < 0.10$, $p < 0.05$: **, $p < 0.01$: ***

H3c hipotezi kapsamında, Q1 dönemi için hem doğrusal ($\beta = 0.00$, $p < 0.01$) hem de karesel terim ($\beta = -0.00$, $p < 0.01$) istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgu, hisse getirilerinin faaliyet kârlılığına karşı ters-U biçiminde tepki verdiğini, yani düzeltilmiş FAVÖK'deki artışların ilk aşamada pozitif katkı sağlarken, belirli bir seviyenin aşılmasıyla birlikte getirilerde azalma yaşandığını göstermektedir. Bu yapı, optimal kârlılık düzeyinden sonra piyasanın ek kazançları daha az olumlu fiyatladığını ortaya koymaktadır. Beta katsayısı bu dönemde pozitif ve anlamlı bulunmuştur; bu da piyasa riskine duyarlı şirketlerin daha yüksek getiri sağlama eğiliminde olduğunu

göstermektedir. Finansal kaldıraç ve diğer kontrol değişkenleri anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır.

Q2 çeyreği için benzer bir doğrusal olmayan ilişkiyi ortaya koymaktadır. Modelde doğrusal terim pozitif ve anlamlıdır ($\beta = 0.00$, $p < 0.01$), karesel terim ise negatif ve anlamlıdır ($\beta = -0.00$, $p < 0.01$). Bu durum, ters-U biçimli yapının ikinci çeyrekte de geçerli olduğunu teyit etmektedir. Bu dönemde finansal kaldıraç negatif ve anlamlı ($p < 0.05$) bulunmuş, borçluluğun yatırımcılar tarafından olumsuz fiyatlandığı görülmüştür. Beta katsayısı ise yine pozitif ve anlamlı bulunmuştur ($p < 0.01$).

Q3 dönemi için kurulmuş doğrusal olmayan modele dayanmaktadır ve sonuçlar yine ters-U yapıyı desteklemektedir. Doğrusal terim pozitif ve anlamlı ($\beta = 0.00$, $p < 0.01$), karesel terim negatif ve anlamlıdır ($\beta = -0.00$, $p < 0.01$). Bu bulgu, yılın üçüncü çeyreğinde de düzeltilmiş FAVÖK'deki artışının belirli bir noktadan sonra hisse getirilerinde düşüşe neden olduğunu göstermektedir. Finansal kaldıraç değişkeni bu dönemde de negatif ve anlamlı ($p < 0.01$), beta katsayısı pozitif ve anlamlı bulunmuştur.

Q4 dönemi için elde edilen sonuçlar da bu ters-U biçimli yapının yılın son çeyreğinde de geçerli olduğunu göstermektedir. Doğrusal terim pozitif ve yüksek anlamlılık düzeyindedir ($\beta = 0.00$, $p < 0.01$), karesel terim ise negatif ve $p < 0.05$ düzeyinde anlamlıdır. Beta katsayısı bu dönemde de pozitif ve anlamlıdır, bu da yatırımcıların yüksek piyasa riskine sahip şirketleri daha yüksek getiri potansiyeliyle değerlendirmeye devam ettiğini göstermektedir. Ancak finansal kaldıraç ve borçlanma maliyeti bu dönemde anlamlılık düzeyine ulaşmamıştır.

Modelin açıklayıcılık düzeyi (Adjusted R^2), çeyrekler boyunca istikrarlı şekilde artmakta olup, Q1 için %18, Q2 için %20, Q3 için %22 ve Q4 için %24'tür. Bu durum, doğrusal olmayan yapıların hisse getirilerindeki varyansı açıklama gücünü artırdığını göstermektedir.

Sonuç olarak, H3c hipotezlerinin tamamı desteklenmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK ile çeyreklik hisse getirileri arasındaki ilişki yıl boyunca ters-U biçimli bir yapıda

seyretmekte; bu da düzeltilmiş FAVÖK'ün ilk aşamada olumlu fiyatlandığını, ancak belirli bir düzeyden sonra yatırımcıların bu düzeltilmiş kârlılık artışlarını daha sınırlı ödüllendirdiğini göstermektedir. Bu bulgular, yatırımcıların düzeltilmiş FAVÖK düzeylerine ilişkin algısının sınırlı bir noktaya kadar pozitif olduğunu, ancak belirli bir eşikten sonra bu sinyalleri güvenilmez bulabildiğini göstermektedir. Bu durum, yöneticilerin alternatif performans ölçütü kullanımında dengeli ve doğru raporlama yapmaları gerektiğine aksi takdirde bilgilendirici motivasyonun yatırımcılar tarafından fırsatçı algılanabileceğine işaret edebilmektedir.

3.7.3. Sağlamlık Sonuçları

Bu bölümde, ana regresyon analizlerinden elde edilen bulguların güvenilirliğini ve genellenebilirliğini artırmak amacıyla uygulanan robustness (sağlamlık) testlerinin sonuçları sunulmaktadır. Sağlamlık analizleri, değişken tanımlamalarında, model varsayımlarında veya örneklem kısıtlamalarında meydana gelebilecek olası bozulmaların model sonuçları üzerindeki etkilerini değerlendirmek için kullanılmaktadır.

3.7.3.1.Zaman Bölümlemeli Sağlamlık Testleri

Bu bölümde, Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) tarafından 2016 yılında yürürlüğe konulan Alternatif Performans Ölçütleri (APM) Rehberi temel alınarak gerçekleştirilen zaman bölümlemeli sağlamlık analizlere yer verilmektedir. Amaç, düzenleme öncesi ve sonrası dönemlerde alternatif performans ölçütü olarak düzeltilmiş FAVÖK'ün finansal performans üzerindeki etkisinin değişip değişmediğini ortaya koymaktır. Bu doğrultuda, veri seti 2013–2016 (ön dönem) ve 2017 sonrası (düzenleme sonrası dönem) olmak üzere ikiye ayrılarak analiz edilmiştir.

Tablo 16. Zaman Bölümlendirmeli ROA Modeli Regresyon Sonuçları

Bağımsız Değişken	Katsayı (β)	Std. Hata	z değeri	p-değeri	%95 Güven Aralığı
Sabit (Intercept)	14.5507	1.637	8.889	0.000	[11.342, 17.759]
EBITDA_centered	1.161e-05	2.69e-05	0.431	0.666	[-4.12e-05, 6.44e-05]
Post2016	5.734e-11	1.09e-10	0.616	0.538	[-1.57e-10, 2.72e-10]
Interaction_centered	1.021e-15	4.71e-16	2.167	0.030	[9.76e-17, 1.94e-15]
Finansal Kaldıraç	-15.4311	4.362	-3.537	0.001	[-21.589, -8.444]
Borçlanma maliyeti	11.7690	3.653	3.222	0.001	[4.698, 18.929]
Tarihsel Beta	0.0416	1.503	0.028	0.978	[-2.988, 3.071]

Bu çalışmada ROA (Return on Assets) bağımlı değişkenine ilişkin olarak tahmin edilen zaman bölümlendirmeli regresyon modeli, 2016 yılında yürürlüğe giren ESMA Alternatif Performans Ölçütleri (APM) kılavuzlarının etkisini test etmeyi amaçlamaktadır. Modelde kullanılan Post2016 değişkeni, bu düzenleyici kırılmanın doğrudan etkisini yansıtmakta; EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi ise düzenleme sonrası dönemde düzeltilmiş FAVÖK'ün (Adjusted EBITDA) ROA üzerindeki etkisinde bir farklılaşma olup olmadığını test etmektedir.

Modelde Post2016 değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı değildir ($\beta = 5.734e-11$, $p = 0.538$). Bu sonuç, düzenleme sonrası dönemde ROA düzeylerinde genel bir artış veya azalış olmadığını göstermektedir. Başka bir deyişle, 2016 sonrası

dönemin ROA seviyelerinde yapısal bir kaymaya yol açtığına dair doğrudan bir kanıt elde edilememiştir. Ancak modelin esas dikkat çekici bulgusu, EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim teriminde ortaya çıkmaktadır. Bu etkileşim terimi pozitif ve %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\beta = 1.021e-15$, $p = 0.030$).

Bu sonuç, düzenleme öncesine kıyasla 2016 sonrası dönemde Adjusted EBITDA'nın ROA üzerindeki etkisinin anlamlı biçimde arttığını göstermektedir. Yani APM kılavuzlarının yürürlüğe girmesiyle birlikte, yatırımcılara ve diğer paydaşlara sunulan düzeltilmiş performans ölçütlerinin operasyonel kârlılık ile olan ilişkisinin güçlendiği söylenebilir. Bu bulgu, ESMA'nın hedeflediği şeffaflık, karşılaştırılabilirlik ve güvenilirlik artışlarının firma performans metrikleriyle daha sağlam bağlar kurulmasına imkân tanıdığını göstermektedir.

Modelin kontrol değişkenleri de beklenen yönde sonuçlar vermektedir. Finansal Kaldıraç değişkeni negatif ve yüksek düzeyde anlamlıdır ($\beta = -15.4311$, $p = 0.001$), bu da borçluluğun firma kârlılığı üzerindeki baskılayıcı etkisini teyit etmektedir. Diğer taraftan Borçlanma maliyeti değişkeni pozitif ve anlamlı çıkmıştır ($\beta = 11.7690$, $p = 0.001$), bu da daha yüksek borçlanma maliyetine sahip firmaların potansiyel olarak daha riskli ama kârlı yatırımlar gerçekleştirdiği yönündeki hipotezleri destekler niteliktedir. Tarihsel Beta değişkeni ise anlamlı değildir ($p = 0.978$), bu da sistematik risk düzeyinin bu model çerçevesinde ROA üzerinde belirgin bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Sonuç olarak, Tablo 16'da yer alan model, ESMA'nın 2016 yılında yürürlüğe koyduğu APM kılavuzlarının doğrudan ROA seviyeleri üzerinde belirgin bir etkisi olmadığını; ancak Adjusted EBITDA ile ROA arasındaki ilişkinin bu düzenleme sonrası dönemde anlamlı şekilde güçlendiğini ortaya koymaktadır. Bu bulgu, düzenleyici etkinin firma performans ölçüm araçlarının etkililiği üzerindeki dolaylı ve derinlemesine etkisine dikkat çekmekte; politika yapıcılar ve analistler açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Tablo 17. Zaman Bölümlendirmeli Tobin's Q Modeli Regresyon Sonuçları

Bağımsız Değişken	Katsayı (β)	Std. Hata	z değeri	p-değeri	%95 Güven Aralığı
Sabit (Intercept)	1.4459	0.211	6.848	0.000	[1.032, 1.860]
EBITDA_centered	-3.031e-06	1.19e-06	-2.549	0.011	[-5.36e-06, -7.0e-07]
Post2016	1.77e-13	3.92e-13	0.453	0.651	[-6.1e-13, 9.7e-13]
Interaction_centered	2.449e-17	1.31e-16	0.187	0.852	[-2.82e-16, 3.33e-16]
Finansal Kaldıraç	0.7453	0.308	2.453	0.014	[0.152, 1.357]
Borçlanma maliyeti	1.4765	1.028	1.439	0.150	[-0.535, 3.488]
Tarihsel Beta	-0.2591	0.178	-1.454	0.146	[-0.608, 0.090]

Tablo 17’de sunulan zaman bölümlendirmeli Tobin’s Q modeli, firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasındaki oranı temsil eden Tobin’s Q değişkenini bağımlı değişken olarak kullanmakta ve 2016 yılında yürürlüğe giren ESMA APM kılavuzlarının bu oran üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Modelde, Post2016 değişkeni bu düzenleyici kırılma sonrasındaki dönemi temsil ederken, EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi bu dönemde düzeltilmiş FAVÖK’ün firma değeri üzerindeki etkisinde yapısal bir değişim olup olmadığını test etmektedir.

Modelin sonuçları, Post2016 değişkeninin Tobin’s Q üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını göstermektedir ($\beta = 1.77e-13$, $p = 0.651$). Bu bulgu, 2016 sonrası dönemde piyasa değerlendirme oranlarında genel bir kırılma yaşanmadığını, yani düzenlemelerin Tobin’s Q üzerinde doğrudan ve sistematik bir etkide bulunmadığını ortaya koymaktadır. Bu durum, ROA modeli ile kıyaslandığında farklı bir yön ortaya koymaktadır: ESMA düzenlemeleri operasyonel kârlılığı (ROA)

doğrudan etkileyebilirken, piyasa değeri ölçümü gibi daha karmaşık ve çok boyutlu bir metrik üzerinde aynı etkiyi yaratmamıştır.

Modelde yer alan etkileşim terimi EBITDA_centered $\times$ Post2016 de anlamlı değildir ($\beta = 2.449e-17$, $p = 0.852$). Bu durum, düzenleme sonrası dönemde Adjusted EBITDA'nın Tobin's Q üzerindeki etkisinde anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, düzenleyici reformlar sonrasında bu performans göstergesinin değeri ölçümüye olan katkısında yön veya büyüklük değişikliği olmamıştır. Bu sonuç, piyasa değeri ölçümünün yalnızca finansal raporlamaya değil; aynı zamanda yatırımcı davranışları, sektörel dinamikler ve makroekonomik faktörlere de bağlı olduğunu, dolayısıyla düzenlemelerin etkisinin piyasa çarpanlarına yansımalarının dolaylı ve sınırlı olabileceğini göstermektedir.

Buna karşılık modelin kontrol değişkenlerinden Adjusted EBITDA anlamlı ve negatif bir katsayı ile sonuçlanmıştır ($\beta = -3.031e-06$, $p = 0.011$). Bu sonuç, literatürde sıklıkla tartışılan alternatif performans ölçütlerinin bazen piyasa tarafından şüpheyle karşılanabileceğini göstermektedir. Özellikle düzenleme öncesi dönemde sıkça “makyajlama” amaçla sunulan APM'lerin, düzenleme sonrası dönemde bile piyasada olumsuz sinyal olarak yorumlanabildiği ihtimalini akla getirmektedir. Finansal Kaldıraç değişkeni ise pozitif ve anlamlı bulunmuştur ($\beta = 0.7453$, $p = 0.014$), bu da daha borçlu firmaların piyasa çarpanlarında daha yüksek değeri ölçümü aldıgına işaret etmektedir; bu durum sektör bazlı sermaye yapısı farklılıklarının rol oynadığını düşündürebilir. Borçlanma maliyeti ve Tarihsel Beta değişkenleri anlamlı bulunmamıştır.

Genel olarak bu modelin sonuçları, ESMA düzenlemelerinin Tobin's Q üzerinde doğrudan bir yapısal kırılma yaratmadığını; ancak EBITDA'nın negatif etkisinin devam ettiğini ve bu etkinin zamanla yön değiştirmedığını ortaya koymaktadır. Bu durum, piyasa değeri ölçümünün finansal raporlama düzenlemelerinden daha dirençli olduğunu ve bilgi düzenlemelerinin etkisinin piyasa çarpanlarında daha dolaylı ve yavaş gerçekleştiğini düşündürmektedir.

Tablo 18. Q1 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z	p	%95 Güven Aralığı
Sabit	11.2871	16.0907	0.701	0.483	[-20.263, 42.837]
EBITDA_centered	0.0004	0.0002	2.053	0.040	[2.0e-05, 0.0008]
Post2016	3.055e-10	1.85e-10	1.652	0.099	[-5.7e-11, 6.68e-10]
Interaction_centered	-2.921e-14	1.36e-14	-2.143	0.032	[-5.59e-14, -2.49e-15]
Finansal Kaldıraç	31.3902	24.2201	1.296	0.195	[-15.599, 78.380]
Borçlanma maliyeti	78.8906	57.5840	1.370	0.171	[-33.712, 191.493]
Tarihsel Beta	46.8214	19.3300	2.422	0.015	[8.935, 84.788]

Tablo 18, 1. çeyrek hisse senedi getirilerinin (Q1_Stock_Price_Return) açıklanmasında kullanılan zaman bölümlendirmeli regresyon modeline ait sonuçları göstermektedir. Bu modelde, ESMA'nın 2016 yılında yürürlüğe koyduğu APM düzenlemelerinin etkilerini test edebilmek için Post2016 değişkeni ve EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi dahil edilmiştir. Temel amaç, 2016 sonrası dönemde alternatif performans ölçütü olarak kullanılan Düzeltilmiş FAVÖK'ün (Adjusted EBITDA) piyasa getirileri üzerindeki etkisinin değişip değişmediğini ortaya koymaktır.

Modeldeki ana bulgulardan biri, Adjusted EBITDA değişkeninin anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olmasıdır ($\beta = 0.0004$, $p = 0.040$). Bu sonuç, yatırımcının ilk çeyrekte açıklanan operasyonel performansa duyarlı olduğunu ve düzeltilmiş FAVÖK gibi APM'lerin kısa vadeli getirileri pozitif yönde etkileyebileceğini göstermektedir. Ancak bu ilişkinin yapısal olarak zamanla sabit kalıp kalmadığını anlamak adına etkileşim terimi büyük önem taşımaktadır.

Modelin merkezindeki Interaction_centered terimi (EBITDA $\times$ Post2016), negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\beta = -2.921e-14$, $p = 0.032$). Bu sonuç, 2016 sonrası dönemde Adjusted EBITDA'nın hisse getirileri üzerindeki etkisinin zayıfladığını ortaya koymaktadır. Yani ESMA APM Kılavuzlarının yürürlüğe girmesinin ardından, bu tür göstergelerin yatırımcı üzerindeki kısa vadeli etkisi azalmış olabilir. Bu bulgu, düzenlemelerin bilgi asimetrisini azaltma yönündeki hedefleriyle tutarlıdır. Yatırımcılar, APM'lerin açıklanma biçimindeki standartlaşma sayesinde bu göstergelere karşı daha temkinli davranmakta ve açıklanan değerleri otomatik olarak olumlu fiyatlamamaktadır.

Post2016 değişkeninin kendisi anlamlılık sınırında yer almakla birlikte ($p = 0.099$), bu katsayının yönü pozitiftir. Bu durum, düzenleme sonrası dönemde genel piyasa getirilerinde belirgin bir artış olmadığını ancak belirli durumlarda ılımlı etkiler gözlenebileceğini düşündürmektedir. Etkileşim terimi bu etkiyi netleştirmekte ve yatırımcının APM'lere yönelik duyarlılığında zamanla azalma olduğunu istatistiksel olarak ortaya koymaktadır.

Modelin kontrol değişkenleri arasında yalnızca Tarihsel Beta anlamlı çıkmıştır ($\beta = 46.8214$, $p = 0.015$). Bu bulgu, sistematik riski yüksek firmaların daha yüksek getiri beklentisiyle fiyatlandığını ve yatırımcıların bu riski bir ödül beklentisiyle kabul ettiğini göstermektedir. Diğer taraftan, Finansal Kaldıraç ve Borçlanma maliyeti değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır; bu da 1. çeyrek bazında getirilerin, firmanın borç yapısından ziyade operasyonel performans ve piyasa riskine bağlı olarak şekillendiğini göstermektedir.

Sonuç olarak bu model, ESMA APM düzenlemelerinin ardından yatırımcı davranışında önemli bir değişim yaşandığını ortaya koymaktadır. 2016 sonrası

dönemde, yatırımcılar Adjusted EBITDA gibi alternatif performans göstergelerine daha temkinli yaklaşmakta ve bu göstergelerin çeyreklik piyasa getirileri üzerindeki etkisi azalmaktadır. Bu bulgu, düzenleyici etkilerin sadece açıklanan finansal rakamlarda değil, aynı zamanda yatırımcı tepkilerinde de kurumsallaşmış bir dönüşüm yarattığını göstermektedir.

Tablo 19. Q2 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z	p	%95 Güven Aralığı
Sabit	14.3585	13.406	1.071	0.284	[-11.916, 40.633]
EBITDA_centered	0.0006	0.0002	2.872	0.004	[0.0002, 0.001]
Post2016	-1.556e-10	6.84e-11	-2.288	0.022	[-2.42e-10, -2.9e-11]
Interaction_centered	3.466e-15	3.64e-15	0.953	0.341	[-3.66e-15, 1.06e-14]
Finansal Kaldıraç	-28.9916	18.226	-1.591	0.112	[-64.714, 6.732]
Borçlanma maliyeti	58.4616	31.947	1.580	0.114	[-12.154, 113.076]
Tarihsel Beta	42.1769	15.431	2.733	0.006	[11.933, 72.421]

Tablo 19, 2. çeyrek hisse senedi getirilerini açıklamak üzere kurulan zaman bölümlendirmeli regresyon modeline ait bulguları içermektedir. Bu modelde, 2016

yılında yürürlüğe giren ESMA APM düzenlemelerinin etkisini incelemek amacıyla Post2016 ve EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi yer almaktadır. Modelin temel amacı, düzenleme öncesi ve sonrası dönemlerde açıklanan alternatif performans ölçütlerinin (özellikle Adjusted EBITDA'nın) hisse getirileri üzerindeki etkisinde anlamlı bir farklılaşma olup olmadığını test etmektir.

Modelin dikkat çekici bulgularından biri, Adjusted EBITDA değişkeninin 2. çeyrek getirileri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etki göstermesidir ($\beta = 0.0006$, $p = 0.004$). Bu bulgu, yatırımcıların ikinci çeyrek finansal açıklamalarına duyarlı olduğunu ve EBITDA gibi performans göstergelerini fiyatlama davranışlarında dikkate aldıklarını ortaya koymaktadır. Ancak bu ilişkinin zaman içinde değişip değişmediğini anlamak için Post2016 ve etkileşim terimi birlikte değerlendirilmelidir.

Post2016 değişkeni bu modelde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir katsayıya sahiptir ($\beta = -1.556e-10$, $p = 0.022$). Bu durum, 2016 sonrası dönemde genel piyasa getirilerinde sistematik bir düşüş yaşandığını göstermektedir. Finansal raporlamada getirilen şeffaflık zorunlulukları ve APM kullanımında sıkılaştan standartlar, yatırımcıların açıklanan performans verilerine daha temkinli yaklaşımlarına yol açmış olabilir. Bu da düzenleme sonrası dönemde hisse getirilerinde genel bir düzeltmeye neden olmuş olabilir.

Modeldeki Interaction_centered terimi (EBITDA $\times$ Post2016) ise istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p = 0.341$). Bu, düzenleme sonrası dönemde Adjusted EBITDA'nın 2. çeyrek getirileri üzerindeki etkisinin anlamlı bir biçimde değişmediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, düzenleme hisse getirilerinde genel bir azalmaya neden olmuş olsa da, bu durum EBITDA'nın etkisini dönüştürmemiştir. Bu, düzenleyici etkiyi tümünden reddetmemekle birlikte, firma bazlı performans göstergelerinin etki gücünün nispeten stabil kaldığını gösterir.

Modelin diğer kontrol değişkenleri içinde Tarihsel Beta değişkeni pozitif ve anlamlı bulunmuştur ($\beta = 42.1769$, $p = 0.006$). Bu bulgu, sistematik riski yüksek firmaların daha yüksek getiri ile ödüllendirildiği yönündeki klasik finansal teori ile tutarlıdır. Buna karşılık Finansal Kaldıraç ve Borçlanma maliyeti gibi borçluluk göstergeleri anlamlı çıkmamıştır. Bu sonuç, yatırımcıların 2. çeyrek bazında

operasyonel verilerden ziyade piyasa riskine dayalı ölçütlere daha fazla tepki verdiğini göstermektedir.

Sonuç olarak bu model, 2016 sonrası dönemde düzenleyici etkilerin yatırımcı davranışlarını sınırlı ancak anlamlı bir biçimde etkilediğini göstermektedir. Hisse getirilerinde düzenleme sonrası genel bir düşüş yaşanmakta, fakat firma bazlı performans göstergeleri (özellikle FAVÖK) aynı etkiyi sürdürmeye devam etmektedir. Bu da APM düzenlemelerinin kısa vadeli fiyatlama üzerindeki etkisinin dolaylı ve sınırlı kaldığını düşündürmektedir.

Tablo 20. Q3 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z	p	%95 Güven Aralığı
Sabit	-7.1335	23.734	-0.301	0.764	[-53.651, 39.384]
EBITDA_centered	0.0007	0.0003	2.529	0.011	[0.0001, 0.001]
Post2016	4.410e-10	2.51e-10	1.768	0.077	[-4.79e-11, 9.32e-10]
Interaction_centered	9.262e-16	1.19e-15	0.779	0.438	[-1.32e-14, 1.5e-14]
Finansal Kaldıraç	-46.9938	24.796	-1.892	0.059	[-95.103, 1.695]
Borçlanma maliyeti	110.2210	73.319	1.505	0.132	[-33.385, 254.825]
Tarihsel Beta	80.2604	26.614	3.016	0.003	[28.098, 132.422]

Tablo 20, üçüncü çeyreğe (Q3) ait hisse senedi getirilerinin analiz edildiği zaman bölümlendirmeli regresyon modelinin bulgularını göstermektedir. Modelde yer alan Post2016 değişkeni, Avrupa’da 2016 yılında yürürlüğe giren ESMA APM kılavuzlarının, yatırımcı davranışları ve piyasa fiyatlamaları üzerindeki etkisini test etmeye yönelik olarak dâhil edilmiştir. Ayrıca, EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi, düzenleme sonrasında düzeltilmiş FAVÖK’ün (Adjusted EBITDA) getiri üzerindeki etkisinde farklılık olup olmadığını test etmektedir.

Modelin öne çıkan sonuçlarından biri, EBITDA_centered değişkeninin pozitif ve anlamlı olmasıdır ($\beta = 0.0007$, $p = 0.011$). Bu bulgu, yatırımcıların üçüncü çeyrek performans açıklamalarında özellikle operasyonel kârlılık göstergelerine duyarlılık gösterdiğini ve Adjusted EBITDA’nın bu dönemde getiri tahminlerinde etkili bir sinyal sunduğunu göstermektedir. Bu, APM’lerin doğru şekilde sunulması halinde yatırımcı tarafından hâlâ değerlendirildiğini gösteren önemli bir kanıttır.

Öte yandan, Post2016 değişkeni istatistiksel anlamlılık sınırına yakın çıkmakla birlikte anlamlı değildir ($\beta = 4.410e-10$, $p = 0.077$). Bu bulgu, düzenleme sonrası dönemde genel piyasa getirilerinde belirgin bir değişim olmadığını, yani 2016 yılı sonrası dönemsel etkilerin Q3 getirilerine sistematik şekilde yansımadığını göstermektedir. Bu sonuç, 1. ve 2. çeyreklerde gözlemlenen Post2016 etkilerinden farklı olarak, piyasa oyuncularının bu dönemde düzenlemelere karşı daha stabil bir tepki verdiğini düşündürmektedir.

Modelin merkezinde yer alan etkileşim terimi (Interaction_centered) ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur ($p = 0.438$). Bu, düzenleme sonrası dönemde Adjusted EBITDA’nın Q3 getirileri üzerindeki etkisinin anlamlı biçimde değişmediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar düzenleme öncesi ve sonrası dönemde bu performans göstergesini benzer şekilde değerlendirmeye devam etmiş olabilir. Bu sonuç, düzenlemelerin bu dönemde APM’in güvenilirliğine dair algıyı dönüştürmekte sınırlı kaldığını işaret edebilir.

Kontrol değişkenlerine bakıldığında, Tarihsel Beta anlamlı ve pozitif bulunmuştur ($\beta = 80.2064$, $p = 0.003$). Bu, sistematik riski yüksek olan firmaların Q3 döneminde daha yüksek getiri sunduğunu ve yatırımcıların bu riski fiyatladığını ortaya

koymaktadır. Finansal Kaldıraç ve Borçlanma maliyeti değişkenleri ise istatistiksel olarak anlamlı değildir; bu da borçlanma yapısının bu çeyrekteki getirilerle doğrudan ilişkilendirilmediğini göstermektedir. Ayrıca sabit terimin anlamlı olmaması, modelin merkezî eğiliminin sıfırdan farklı olmadığını gösterir.

Genel olarak bu model, üçüncü çeyrekte yatırımcıların operasyonel performansa duyarlı olduğunu, ancak ESMA düzenlemelerinin bu duyarlılığı anlamlı şekilde dönüştürmediğini göstermektedir. Düzeltilmiş FAVÖK önemli bir etken olarak öne çıkarken, Post2016 etkisi ve etkileşim terimi bu dönemde zayıf kalmıştır. Bu durum, düzenlemelerin etkisinin çeyrekler arasında farklılaştığını ve Q3 döneminde yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin görece düşük olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 21. Q4 Hisse Getirisi için Zaman Bölümlendirmeli Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z	p	%95 Güven Aralığı
Sabit	6.6481	24.914	0.277	0.782	[-42.767, 56.063]
EBITDA_centered	0.0003	0.0002	1.486	0.137	[-0.0001, 0.0008]
Post2016	-1.462e-10	1.11e-10	-1.317	0.188	[-3.63e-10, 7.12e-11]
Interaction_centered	3.403e-15	5.16e-15	0.659	0.510	[-6.81e-15, 1.36e-14]
Finansal Kaldıraç	-13.156	27.878	-0.493	0.622	[-66.423, 39.722]
Borçlanma maliyeti	25.1357	36.870	0.682	0.495	[-46.453, 145.455]
Tarihsel Beta	61.0477	23.571	2.572	0.010	[14.553, 107.560]

Tablo 21’de sunulan regresyon modeli, 4. çeyrek hisse senedi getirilerini açıklamak üzere oluşturulmuş zaman bölümlendirmeli bir analizdir. Modelde 2016 yılında yürürlüğe giren ESMA Alternatif Performans Ölçütleri (APM) Kılavuzlarının etkisini ölçmek amacıyla Post2016 ve EBITDA_centered $\times$ Post2016 etkileşim terimi dâhil edilmiştir. Bu yapı, düzenleme sonrası dönemde performans göstergelerinin yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını ve fiyatlamaya nasıl yansıdığını test etmek için kritik bir analitik çerçeve sunmaktadır.

Modelin temel değişkeni olan Adjusted EBITDA katsayısı anlamlılık düzeyinin üzerinde kalsa da pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı değildir ($\beta = 0.0003$, $p =$

0.137). Bu bulgu, 4. çeyrek döneminde yatırımcıların operasyonel performansa önceki çeyreklere kıyasla daha az duyarlılık gösterdiğini düşündürmektedir. Dönemsel faktörler, yıl sonu kapanışları ve makro gelişmeler gibi dışsal etkiler yatırımcıların dikkatini farklı alanlara yöneltmiş olabilir. Bu nedenle EBITDA gibi performans ölçütlerinin fiyatlamaya olan katkısı görece zayıf kalmıştır.

Post2016 değişkeni de bu modelde anlamlı değildir ($\beta = -1.462e-10$, $p = 0.188$). Bu sonuç, ESMA düzenlemeleri sonrasında genel getiri seviyelerinde sistematik bir kırılma yaşanmadığını göstermektedir. Diğer çeyreklerle kıyaslandığında, bu bulgunun daha nötr olması, yılın son çeyreğinde piyasa oyuncularının düzenleyici etkileri sınırlı olarak algıladığını göstermektedir. Düzenlemelerin uzun vadeli yapısal etkiler yarattığı ancak kısa vadeli dönemsel getiriler üzerinde belirgin bir iz bırakmadığı yönündeki daha önceki bulgular bu modelle de teyit edilmektedir.

Modelin merkezinde yer alan EBITDA $\times$ Post2016 etkileşim terimi (Interaction_centered) de istatistiksel olarak anlamlı değildir ($\beta = 3.403e-15$, $p = 0.510$). Bu durum, düzenleme sonrası dönemde Adjusted EBITDA'nın 4. çeyrek getirileri üzerindeki etkisinde anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, 2016 sonrası dönemde performans açıklama biçimindeki değişiklikler, yatırımcıların EBITDA'ya olan tepkisinde belirgin bir yön değişikliğine neden olmamıştır. Bu sonuç, düzenleyici etkiyi doğrudan reddetmek anlamına gelmemekle birlikte, 4. çeyrekteki fiyatlama davranışlarının APM gibi göstergelere dayanmadığını ortaya koymaktadır.

Modelin kontrol değişkenlerinden yalnızca Tarihsel Beta anlamlı bulunmuştur ($\beta = 61.0477$, $p = 0.010$). Bu sonuç, sistematik riski yüksek firmaların 4. çeyrekte de daha yüksek getiri sunduğunu ve yatırımcıların bu riski fiyatladığını göstermektedir. Bu bulgu, modern portföy teorisinin temel beklentileriyle tutarlıdır. Diğer kontrol değişkenleri olan Finansal Kaldıraç ve Borçlanma maliyeti istatistiksel olarak anlamlı değildir; bu da yılın son çeyreğinde firmaların borçlanma yapılarının yatırımcı tepkilerini doğrudan şekillendirmediğini göstermektedir.

Sonuç olarak, bu model 4. çeyrek özelinde ESMA APM düzenlemelerinin kısa vadeli piyasa getirileri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığını ortaya koymaktadır.

Düzeltilmiş performans göstergelerinin yatırımcılar üzerindeki etkisi bu dönemde zayıf kalmış ve düzenleyici kırılmanın fiyatlama davranışında belirleyici olmadığı gözlemlenmiştir. Bu durum, düzenleyici etkinin dönemsel heterojenliğine işaret etmekte ve APM'lerin yatırımcı algısı üzerindeki etkisinin yalnızca düzenleme varlığıyla değil, aynı zamanda dönemsel bağlamla da şekillendiğini göstermektedir.

Bulguları özetlemek gerekirse; bu çalışmada, 2016 yılında yürürlüğe giren Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) tarafından yayımlanan Alternatif Performans Ölçütleri (APM) Kılavuzlarının firma performansı ve piyasa tepkileri üzerindeki etkisini değerlendirmek amacıyla, Post2016 adlı bir yapısal kırılma değişkeni kullanılmıştır. Bu değişken, 2016 sonrası dönemi temsil etmekte olup, düzenlemelerin finansal göstergeler üzerindeki doğrudan etkisini test etmek üzere hem muhasebe temelli hem de piyasa temelli modellerde uygulanmıştır.

Muhasebe temelli performans göstergelerinden biri olan ROA (Return on Assets) modeli kapsamında elde edilen bulgulara göre, Post2016 değişkeni anlamlı bir etki göstermemiştir ($p = 0.538$). Bu durum, düzenleme sonrası dönemde ROA seviyelerinde genel bir artış ya da azalış olmadığını, ancak düzeyin sabit kaldığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, aynı modelde EBITDA $\times$ Post2016 etkileşim teriminin anlamlı çıkması, düzenlemelerin ardından APM'lerin ROA ile olan ilişkisinin güçlendiğini göstermektedir. Bu sonuç, APM'lerin daha dikkatli, şeffaf ve tutarlı bir şekilde sunulmasının operasyonel kârlılık üzerindeki açıklayıcılığını artırdığını ortaya koymaktadır.

Tobin's Q modelinde ise Post2016 değişkeni istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p = 0.651$). Benzer şekilde, etkileşim terimi de anlamlılık göstermemiştir. Bu bulgu, düzenlemelerin piyasa değerlemesi üzerinde kısa vadede yapısal bir kırılma yaratmadığını, yatırımcıların Tobin's Q gibi piyasa bazlı değerlendirme oranlarını değerlendirirken bu tür düzenleyici değişikliklere doğrudan tepki vermediklerini göstermektedir. Bu durum, piyasa değerlemelerinin yalnızca finansal raporlama biçimine değil, aynı zamanda makroekonomik koşullara ve firma dışı faktörlere de yüksek oranda bağlı olduğunu ortaya koymaktadır.

Çeyreklik hisse getirisi modelleri incelendiğinde ise Post2016 değişkeninin etkisi daha heterojendir. 1. çeyrek (Q1) modelinde Post2016 değişkeni anlamlılık sınırında ($p = 0.099$), ancak etkileşim terimi anlamlı ve negatif yöndedir ($p = 0.032$). Bu durum, 2016 sonrası dönemde yatırımcıların düzeltilmiş FAVÖK gibi APM'lere karşı daha temkinli hale geldiğini ve bu göstergelerin hisse getirisi üzerindeki etkisinin zayıfladığını ortaya koymaktadır. 2. çeyrek (Q2) modelinde ise Post2016 değişkeni anlamlı ve negatif yöndedir ($p = 0.022$), ancak etkileşim terimi anlamlı değildir. Bu, 2016 sonrası dönemde genel piyasa getirilerinde bir düzeltme yaşandığını; fakat APM'lerin etkisinde yapısal bir değişim olmadığını göstermektedir. 3. çeyrek (Q3) ve 4. çeyrek (Q4) modellerinde ise hem Post2016 hem de etkileşim terimi anlamlı değildir. Bu da düzenleyici etkinin dönemsel olarak farklılaştığını ve yılın ilerleyen çeyreklerinde etkisinin sınırlı olduğunu düşündürmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Post2016 değişkeni üzerinden yapılan sağlamlık testleri, ESMA APM düzenlemelerinin etkisinin gösterge türüne ve döneme göre değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır. ROA modelinde APM'lerin açıklayıcılığı artarken, Tobin's Q ve çeyreklik getirilerde bu etkinin sınırlı olduğu görülmektedir. Bu da, düzenlemelerin muhasebe temelli performans göstergelerinde doğrudan, piyasa temelli metriklerde ise dolaylı etkiler yarattığını göstermektedir. Ayrıca, kısa vadeli yatırımcı tepkilerinin düzenleyici reformlara daha dirençli olduğu, buna karşın uzun vadeli performans göstergelerinde düzenleyici etkilerin daha güçlü bir biçimde hissedildiği söylenebilir.

2016 yılında Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) tarafından yayımlanan Alternatif Performans Ölçütleri (APM) Kılavuzu, yatırımcılara sunulan finansal bilgilerin şeffaflığını, karşılaştırılabilirliğini ve güvenilirliğini artırmayı amaçlamaktadır. Ancak bu kılavuz, bağlayıcı bir düzenleme değil; şirketlerin gönüllü olarak uymaları beklenen tavsiye niteliğinde bir rehberdir. Bu bağlamda, APM sunum biçiminde beklenen dönüşümün, tüm firmalar tarafından eş zamanlı ve aynı ciddiyetle hayata geçirilmemiş olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Nitekim bu çalışmada, Post2016 değişkeninin birçok modelde istatistiksel olarak anlamlı bir etki üretmemesi, söz konusu kılavuzun tavsiye niteliğinin uygulamadaki etkisini sınırladığına işaret etmektedir.

Özellikle piyasa temelli göstergeler olan Tobin's Q ve çeyreklik hisse getirilerinde Post2016 etkisinin zayıf kalması, şirketlerin bu düzenlemelere uyum düzeyinin heterojenliğini ve yatırımcıların bu farklılıkları fiyatlamadaki isteksizliğini yansıtır olabilir. Bu durum, düzenleyici etkinin etkili olabilmesi için yalnızca içerik üretmenin değil, aynı zamanda uygulama ve denetim mekanizmalarının da kurumsal düzeyde güçlendirilmesi gerektiğine işaret edebilmektedir.



SONUÇ

Bu çalışmada alternatif performans ölçütlerinin aktif karlılığı, Tobin Q ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Ayrıca bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkideki moderatör etkisi araştırılmaktadır. Bu sayede literatürde baskın bir şekilde yer alan alternatif performans ölçütü kullanımının bilgilendirici veya fırsatçı olduğuna ilişkin tartışmalara katkı sağlamak amaçlanmıştır.

Alternatif performans ölçütlerinin etkisi incelenirken Borsa İstanbul şirketlerinin faaliyet raporları üzerinde yapılan ön araştırma kapsamında en yaygın kullanılan ölçütün Düzeltilmiş FAVÖK olduğu tespit edilmiştir. Bu bilgi doğrultusunda araştırma Düzeltilmiş FAVÖK raporlaması üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Bu amaç doğrultusunda, çalışmanın ilk bölümünde alternatif performans ölçütlerinin kavramsal çerçevesi ele alınmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde, ilgili konuya ilişkin küresel düzenlemelerin gelişim süreci kronolojik olarak değerlendirilmektedir. Bunu takiben, alternatif performans ölçütlerinin raporlanmasının arkasındaki temel motivasyonları ve bu alandaki akademik tartışmaları ele alan önemli literatür çalışmaları özetlenmektedir. Üçüncü bölümde ise araştırmanın metodolojisine ve elde edilen ampirik bulgulara yer verilmektedir.

Çalışma kapsamında test edilen dokuz hipotez ana etki hipotezleri (H1), bilgi ortamı etkileşim hipotezleri (H2) ve doğrusal olmayan etki hipotezleri (H3) olmak üzere üç ana kategoride gruplandırılmaktadır. İlk olarak, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA, Tobin Q ve çeyreklik hisse senedi getirileri üzerindeki doğrudan ilişkisi incelenmektedir. Regresyon sonuçları, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, Düzeltilmiş FAVÖK'ü yansıtan bu ölçütün aktiflerin verimli kullanımı yoluyla şirket kârlılığına katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, Düzeltilmiş FAVÖK'ün Tobin Q üzerindeki etkisinin de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, alternatif performans ölçütlerinin yalnızca içsel verimlilik göstergesi olarak değil, aynı zamanda piyasa değerlemesinde de önemli bir

rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca, Düzeltilmiş FAVÖK'ün çeyreklik hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Sonuçlar, bu etkinin dört çeyrek boyunca tutarlı bir şekilde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, faaliyet kârlılığındaki artışın yatırımcı fiyatlamasına düzenli biçimde yansıdığını ve yıl genelinde hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, H1c hipotezi de güçlü bir şekilde desteklenmiştir.

Bilgi ortamı etkileşim hipotezleri kapsamında, bilgi ortamı kalitesinin alternatif performans ölçütleri ile finansal performans arasındaki ilişkiyi nasıl şekillendirdiği incelenmiştir. Burada şirketlerin bilgi ortamı kalitesinin ölçümünde, literatürde yaygın olarak başvurulmuş dört temel değişkenin — işlem hacmi, piyasa değeri, alış-satış farkı ve analist sayısı — bir araya getirilmesiyle bileşik bir endeks oluşturulmuştur. Bu endeks, bilgi ortamının çok boyutlu doğasını yansıtacak şekilde, temel bileşenler analizi yöntemiyle türetilmiştir.

Sonuçlara göre, bilgi ortamı kalitesinin yüksek olduğu şirketlerde, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA üzerindeki pozitif etkisinin daha güçlü olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, bilgi şeffaflığının alternatif performans ölçütlerinin içsel performans üzerindeki etkisini artırdığını ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, bilgi ortamı kalitesinin Düzeltilmiş FAVÖK ile Tobin Q arasındaki ilişkiyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Hisse senedi getirileri açısından ise, bilgi ortamı kalitesinin moderatör etkisi dört çeyrek boyunca tutarlı bir şekilde pozitif ve anlamlı bulunmuştur.

Doğrusal olmayan etki hipotezleri kapsamında, Düzeltilmiş FAVÖK'ün finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisinin her seviyede sabit kalmayabileceği varsayımı test edilmiştir. Analiz sonuçları, Düzeltilmiş FAVÖK'ün ROA üzerindeki etkisinin doğrusal olmadığını ve belirli bir eşik değerden sonra marjinal etkinin azaldığını göstermektedir. Bu bulgu, alternatif performans ölçütlerinin içsel performans üzerindeki etkisinin azalan marjinal getiriler prensibine uygun olduğunu ortaya koymaktadır. Tobin Q oranı için de benzer bir doğrusal olmayan ilişki tespit edilmiştir. Hisse senedi getirileri açısından ise, doğrusal olmayan etki dört çeyrek için de istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Bu çalışmanın bulguları, mevcut literatüre çeşitli açılardan katkı sağlamaktadır. Öncelikle, alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisini bilgi ortamı kalitesi ile modelleyen ilk çalışma olması bakımından özgün bir değer taşımaktadır. Literatürde, bilgi ortamı şeffaflığının finansal performansın yatırımcılar tarafından algılanış biçimi üzerindeki rolü sıklıkla vurgulanmakla birlikte, bilgi ortamı ile alternatif performans ölçütleri arasındaki etkileşimi analiz eden herhangi bir ampirik çalışmaya rastlanmamaktadır. Bu çalışma, söz konusu boşluğu doldurarak, bilgi ortamı kalitesinin alternatif performans ölçütlerinin etkinliğini artırdığını göstermektedir. Çalışma alternatif performans ölçütlerinin bilgilendirici perspektifini destekleyen ampirik kanıtlar sunmaktadır. Bulgular, Düzeltilmiş FAVÖK'ün yalnızca içsel performans ölçümü değil, aynı zamanda yönetsel karar alma süreçlerinde ve yatırımcı değerlendirmelerinde kullanılabilecek bilgilendirici bir kazanç göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum, alternatif performans ölçütlerinin finansal raporlamada tamamlayıcı bir rol oynadığını ve bilgi asimetrisini azaltmaya katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Bu çalışmanın literatüre sunduğu temel katkılar hem teorik çerçevede hem de ampirik analizlerde ortaya koyduğu yenilikçi yaklaşımlar üzerinden değerlendirilebilir. Öncelikle, şirket düzeyindeki bilgi ortamı kalitesini ölçmek amacıyla, literatürde sıklıkla ayrı ayrı kullanılan işlem hacmi, piyasa değeri, alış-satış farkı ve analist sayısı gibi değişkenler temel bileşenler analizi ile bir araya getirilmiş ve çok boyutlu bir bileşik bilgi ortamı endeksi oluşturulmuştur. Bu yaklaşım, bilgi asimetrisinin şirket performansına etkisini daha kapsamlı biçimde analiz etme imkânı sunmaktadır. Bu şekilde şirketlerin kurumsal finansal iletişiminin modellemeye bir şekilde dahil edilmesi sağlanmıştır.

Bununla birlikte, çalışmada bilgi ortamının moderatör rolü de ayrıntılı biçimde incelenmiş; düzeltilmiş FAVÖK'ün hem muhasebe temelli (ROA) hem de piyasa temelli (Tobin Q ve Q1–Q4 hisse getirileri) performans göstergeleri üzerindeki etkisi, bilgi ortamı koşullarına göre farklılaşan yapısıyla birlikte test edilmiştir. Bu yönüyle çalışma, bilgi ortamı kalitesinin alternatif performans ölçütlerinin değerle ilişkisini nasıl etkileyebileceğine dair ampirik bulgular sunan mevcut literatürdeki bilinen ilk çalışmadır.

Ayrıca, analizlerde Avrupa sermaye piyasalarındaki düzenleyici değişimlerin etkisi de göz önünde bulundurulmuştur. Özellikle ESMA tarafından 2016 yılında yayımlanan Alternatif Performans Ölçütleri Kılavuzu dikkate alınarak, analizler zaman bölümlendirmesi yoluyla gerçekleştirilmiş; böylece modellerin sağlamlığı test edilmiştir.

Son olarak, Borsa İstanbul (BIST) örneklemini üzerinden alternatif performans ölçütlerinin şirket performansı ile ilişkisini analiz eden çalışmalara literatürde oldukça sınırlı sayıda rastlanmaktadır. Bu bağlamda, bu tez Türkiye sermaye piyasalarına özgü bağlamı dikkate alan nadir ampirik araştırmalardan biri olarak konumlanmakta; gelişmekte olan piyasa dinamikleri çerçevesinde alternatif performans ölçütlerinin etkililiğine ilişkin önemli ve yerel bağlama özgü bulgular sunmaktadır.

Çalışmanın pratik katkıları ise şu şekilde özetlenebilir: Birincisi, şirket yöneticilerine alternatif performans ölçütlerinin stratejik önemine ilişkin ampirik kanıtlar sunarak, bu ölçütlerin finansal raporlama ve yatırımcı iletişiminde etkin kullanımına yönelik içgörüler sağlamaktadır. İkincisi, yatırımcılara şirket değerlemesinde alternatif performans ölçütlerinin rolü ve bilgi ortamı kalitesinin önemi konusunda yol gösterici olmaktadır. Üçüncüsü, düzenleyici kurumlara alternatif performans ölçütlerinin raporlanmasına ilişkin standartların geliştirilmesi ve bilgi ortamı şeffaflığının artırılması konusunda politika önerileri sunmaktadır.

Bu çalışmanın bazı kısıtları da bulunmaktadır. İlk olarak, örneklem seçiminde belirli sektörlerle ve piyasalara odaklanılmış olması, bulguların genellenebilirliğini sınırlandırabilir. İkinci olarak, bilgi ortamı kalitesinin ölçümünde kullanılan endeks, her ne kadar literatürle tutarlı olsa da bu kavramın çok boyutlu ve karmaşık yapısını tam olarak yansıtmayabilir. Üçüncü olarak, alternatif performans ölçütleri olarak yalnızca Düzeltilmiş FAVÖK'e odaklanılmış olması, diğer ölçütlerin etkilerinin değerlendirilmesini sınırlandırmaktadır. Son olarak, çalışmanın zaman dilimi, COVID-19 pandemisi gibi olağanüstü piyasa koşullarını içermektedir, bu da sonuçların yorumlanmasında dikkate alınması gereken bir faktördür. Gelecek çalışmalarda araştırmacılar, farklı alternatif performans ölçütlerini (örneğin, düzeltilmiş net kâr, serbest nakit akışı vb.) karşılaştırmalı olarak analiz edebilirler. Ayrıca, farklı sektörler ve piyasalar üzerinde benzer bir çalışma yapılması, bulguların

genellenebilirliğini artırabilir. Bilgi ortamı kalitesinin ölçümünde daha kapsamlı ve çok boyutlu endeksler geliştirilebilir. Alternatif performans ölçütlerinin finansal analistlerin tahminleri ve yatırımcı davranışları üzerindeki etkisi de incelenebilir. Son olarak, nitel araştırma yöntemleri kullanılarak, şirket yöneticilerinin alternatif performans ölçütlerini raporlama motivasyonları ve stratejileri derinlemesine analiz edilebilir.

Sonuç olarak, bu çalışma alternatif performans ölçütlerinin finansal performans üzerindeki etkisini ve bilgi ortamı kalitesinin bu ilişkideki düzenleyici rolünü kapsamlı bir şekilde analiz etmiştir. Bulgular, Düzeltilmiş FAVÖK'ün içsel ve dışsal performans göstergeleri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, bu etkinin bilgi ortamı kalitesi yüksek olan şirketlerde daha güçlü olduğunu ve belirli bir eşik değerden sonra marjinal etkinin azaldığını göstermektedir. Bu sonuçlar, alternatif performans ölçütlerinin finansal raporlamada çoğu zaman bilgilendirici bir rol oynadığını ve bilgi asimetrisini azaltmaya katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

- Ahn, M., Christensen, T. E., Johnson, R. G., & Lewis-Western, M. F. (2024). The Future Performance Implications of Non-GAAP Firms' Investments. *Available at SSRN 4766822*.
- Akins, B. K., Ng, J., & Verdi, R. S. (2012). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *The Accounting Review*, 87(1), 35-58.
- Allee, K., Bhattacharya, N., Black, E., & Christensen, T. (2007). Pro-forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society*, 32(3), 201-222.
- Armstrong, C. S., Balakrishnan, K., & Cohen, D. (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 185-204.
- Aubert, F. (2010). The relative informativeness of GAAP and pro-forma earnings announcements in France. *Journal of Accounting and Taxation*, 2(1), 1-14.
- Aubert, F., & Grudnitski, G. (2014). The role of reconciliation quality in limiting mispricing of non-GAAP earnings announcements by EURO STOXX firms. *Advances in Accounting*, 30(1), 154-167.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119-S127.
- Bahadır, O., & Akarsu, S. (2024). Does company information environment affect esg-financial performance relationship? Evidence from European markets. *Sustainability*, 16(7), 2701.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The review of financial studies*, 21(2), 785-818.
- Barth, M. E., Gow, I. D., & Taylor, D. J. (2012). Why do pro-forma and street earnings not reflect changes in GAAP? Evidence from SFAS 123R. *Review of Accounting Studies*, 17, 526-562.

- Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most – and why? *The Accounting Review*, 85(3), 753–789.
- Baumker, M., Biggs, P., McVay, S. E., & Pierce, J. (2014). The disclosure of non-GAAP earnings following regulation G: An analysis of transitory gains. *Accounting Horizons*, 28(1), 77-92.
- Bc, B., & Liu, B. (2022). Non-GAAP measure disclosure and insider trading incentives in high-tech IPO firms. *Accounting Research Journal*, 35(4), 526-542.
- BDO Global. (2017). *ESMA Public Statement: Guidelines on Alternative Performance Measures (APMs) and Questions & Answers* [Çevrim içi]. <https://www.bdo.global/getmedia/1750ec68-6a83-4f4e-bf30-e286777e9a51/IFRB-2017-14-Guidelines-on-APMs.aspx> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Bentley, J., Christensen, T., Gee, K., & Whipple, B. (2016). *Disentangling managers' and analysts' non-GAAP reporting incentives* (Working paper).
- Bentley, J. W., Christensen, T. E., Gee, K. H., & Whipple, B. C. (2018). Disentangling managers' and analysts' non-GAAP reporting. *Journal of Accounting Research*, 56(4), 1039-1081.
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243.
- Bhaskaran, R. K., Ting, I. W. K., Sukumaran, S. K., & Sumod, S. D. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710-729.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro-forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 285-319.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2004). Empirical evidence on recent trends in pro-forma reporting. *Accounting Horizons*, 18(1), 27–43.
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., & Mergenthaler, R. (2007). Who trades on pro-forma earnings information? *The Accounting Review*, 82(3), 581–619.
- Bhushan, R. (1989). Firm characteristics and analyst following. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 255-274.
- Bini, L., Dainelli, F., Giunta, F., & Simoni, L. (2019). Are non-financial KPIs in annual reports really “key”. *An investigation of company disclosure and analyst reports in the UK*. ICAS.

- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2009). US managers' use of 'pro-forma' adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 297-326.
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., & Heninger, W. G. (2012). Has the regulation of pro-forma reporting in the US changed investors' perceptions of pro-forma earnings disclosures?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(7-8), 876-904.
- Black, E. L., Christensen, T. E., Kiosse, P. V., & Steffen, T. D. (2017). Has the regulation of non-GAAP disclosures influenced managers' use of aggressive earnings exclusions?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 209-240.
- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2018). Policy implications of research on non-GAAP reporting. *Research in Accounting Regulation*, 30(1), 1-7.
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T., & Whipple, B. C. (2021). Non-GAAP earnings: A consistency and comparability crisis?. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 1712-1747.
- Black, D. E., Black, E. L., Christensen, T. E., & Gee, K. H. (2022). Comparing non-GAAP EPS in earnings announcements and proxy statements. *Management Science*, 68(2), 1353-1377.
- Bond, D., Czernkowski, R., Lee, Y. S., & Loyeung, A. (2017). Market reaction to non-GAAP earnings around SEC regulation. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 193-208.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- Bozanic, Z., Roulstone, D. T., & Van Buskirk, A. (2019). Management earnings forecasts and other forward-looking statements. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 1-20.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2005). Emphasis on pro-forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review*, 80, 1011-1038.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., & Mergenthaler, R. D. (2012). Investor sentiment and pro-forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1-40.
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41-66.
- Bradshaw, M. T., Christensen, T. E., Gee, K. H., & Whipple, B. C. (2018). Analysts' GAAP earnings forecasts and their implications for accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 66(1), 46-66.

- Brockman, P., & Yan, X. S. (2009). Block ownership and firm-specific information. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 308-316.
- Brosnan, M., Duncan, K., Hasso, T., & Hollindale, J. (2024). Happy 20-year anniversary non-GAAP earnings: a systematic review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 46(1), 82-104.
- Brown, L. D., & Sivakumar, K. (2003). Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies*, 8, 561-572.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., & Mergenthaler, R. (2012). Investor sentiment and pro-forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1-40.
- Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2012). Investor relations, firm visibility, and investor following. *The Accounting Review*, 87(3), 867-897.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252.
- Cain, C. A., Kolev, K. S., & McVay, S. (2020). Detecting opportunistic special items. *Management Science*, 66(5), 2099-2119.
- Cameron, R., Percy, M., & Clarke, P. S. (2012). Do large Australian companies emphasise non-GAAP financial measures over statutory net profit (GAAP) in annual reports?. *JASSA*, (1), 19-25.
- Campbell, L., & López, D. M. (2010). Small cap financial reporting: Determinants of emphasis and placement of non-GAAP disclosures. *Research in Accounting Regulation*, 22(2), 114-120.
- Cavlak, H., & Ataman, B. (2021). TÜRKİYE ALTERNATİF PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ REHBERİ VE BİR UYGULAMA. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (43), 205-226.
- CFA Institute. (2016). *Investor uses, expectations, and concerns on non-GAAP financial measures* [Çevrim içi]. <https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/support/advocacy/investor-uses-expectations-concerns-on-non-gaap.pdf> (Erişim tarihi: 17.07.2024)
- Charitou, A., Floropoulos, N., Karamanou, I., & Loizides, G. (2018). Non-GAAP earnings disclosures on the face of the income statement by UK firms: the effect on market liquidity. *The International Journal of Accounting*, 53(3), 183-202.
- Chen, C. Y. (2010). Do analysts and investors fully understand the persistence of the items excluded from Street earnings?. *Review of Accounting Studies*, 15, 32-69.

- Chen, J. V., Gee, K. H., & Neilson, J. J. (2021). Disclosure prominence and the quality of non-GAAP earnings. *Journal of Accounting Research*, 59(1), 163-213.
- Chen, Y. A., Medinets, A. F., & Palmon, D. (2022). Disclosure regulations work: The case of regulation G. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(3), 1037-1062.
- Cheng, K., Tavakolifar, M., & Ullah, B. (2024). A contrast of the popularity and the interpretation of non-GAAP earning disclosures in different industries. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(1), 92-109.
- Choi, Y. S., Lin, S., Walker, M., & Young, S. (2007). Disagreement over the persistence of earnings components: Evidence on the properties of management-specific adjustments to GAAP earnings. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 595–622.
- Choi, Y. S., & Young, S. (2015). Transitory earnings components and the two faces of non-generally accepted accounting principles earnings. *Accounting & Finance*, 55(1), 75–103.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268.
- Christensen, T. E., Drake, M. S., & Thornock, J. R. (2014). Optimistic reporting and pessimistic investing: Do pro-forma earnings disclosures attract short sellers?. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 67-102.
- Christensen, T. E., Gomez, E., Ma, M., & Pan, J. (2021). Analysts' role in shaping non-GAAP reporting: evidence from a natural experiment. *Review of Accounting Studies*, 26, 172-217.
- Christensen, T. E., Pei, H., Pierce, S. R., & Tan, L. (2019). Non-GAAP reporting following debt covenant violations. *Review of Accounting Studies*, 24, 629-664.
- Choi, Y. S. (2015). First voluntary disclosure: is it less opportunistic?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(4), 347-367.
- Choi, Y. S., & Young, S. (2015). Transitory earnings components and the two faces of non-generally accepted accounting principles earnings. *Accounting & Finance*, 55(1), 75-103.
- Choi, Y. S., Lin, S., Walker, M., & Young, S. (2007). Disagreement over the persistence of earnings components: evidence on the properties of management-specific adjustments to GAAP earnings. *Review of Accounting Studies*, 12, 595-622.
- Clinch, G., Tarca, A., & Wee, M. (2018). The value relevance of IFRS earnings totals and subtotals and non-GAAP performance measures. *Available at SSRN 3178567*.

- Clinch, G., Tarca, A., & Wee, M. (2019). Exploring comparability in disclosure of Non-IFRS performance measures. *Available at SSRN 3343965*.
- Clinch, G., Tarca, A., & Wee, M. (2023). Cross-country diversity and non-IFRS financial performance measures. *Accounting & Finance*, 63(2), 2473-2502.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of accounting and economics*, 11(2-3), 143-181.
- Committee of European Securities Regulators. (2005). *Recommendation on Alternative Performance Measures (CESR/05-178b)* [Çevrim içi]. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_178b.pdf (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.
- Cormier, D., Lapointe-Antunes, P., & Magnan, M. (2011). Revisiting the relevance and reliability of non-GAAP reporting: The case of the income trusts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1585–1609.
- Cormier, D., Demaria, S., & Magnan, M. (2017). Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants?. *Managerial Finance*, 43(2), 193-211.
- Cormier, D., Demaria, S., & Magnan, M. (2024). Non-GAAP reporting and capital markets: contrasting France and Canada. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(4), 990-1013.
- Coté, D. E., & Qi, R. (2005). Honest EPS: a measure of GAAP earnings relative to pro-forma earnings. *International Journal of Managerial Finance*, 1(1), 25-35.
- Curtis, A. B., McVay, S. E., & Whipple, B. C. (2014). The disclosure of non-GAAP earnings information in the presence of transitory gains. *The Accounting Review*, 89(3), 933-958.
- D'Angelo, T., El-Gazzar, S., & Jacob, R. A. (2018). Firm characteristics associated with concurrent disclosure of GAAP-compliant financial statements with earnings announcements. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26, 365–381.
- De Lucia, C., Pazienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does good ESG lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317.
- Deloitte. (2017). *A roadmap to non-GAAP financial measures* [Çevrim içi]. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/a-roadmap-to-non-gaap-financial-measures.html> (Erişim tarihi: 17.03.2025)

- Deloitte. (t.y.). *Interpretive Guidance on Non-GAAP Measures* [Çevrim içi]. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-interpretive-guidance-on-non-gaap-measures.pdf> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Derryck Coleman ve Olga Usvyatsky, *Non-GAAP Earnings Trends and Concerns*, Audit Analytics, 1 Aralık 2015, erişim adresi: <https://blog.auditanalytics.com/non-gaap-earnings-trends-and-concerns/> (Erişim Tarihi: 01.02.2024).
- Deloitte. (2016). *Alternative performance measures (APMs)* [Çevrim içi]. <https://iasplus.com/content/3ada98d2-6713-4745-b044-0e536af2ab23> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Deloitte. (2017). *Thinking allowed: Non-GAAP and alternative performance measures* [Çevrim içi]. <https://iasplus.com/content/d97f1c17-3600-4577-b8ca-020071862594> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Deloitte. (2019a). *A Roadmap to Non-GAAP Financial Measures*. New York.
- Deloitte. (2019b). *Quarterly Financial Reporting Brief*. Dublin.
- Deloitte. (2024a). *Heads Up — Mind the non-GAAP considerations for segment disclosures (ASU 2023-07)* [Çevrim içi]. <https://dart.deloitte.com/USDART/home/publications/deloitte/heads-up/2024/mind-the-non-gaap-considerations-segment-disclosures-asu-2023-07> (Erişim tarihi: 17.04.2025)
- Deloitte. (2024b). *Roadmap: Non-GAAP financial measures and metrics* [Çevrim içi]. <https://dart.deloitte.com/USDART/home/publications/roadmap/non-gaap-financial-measures> (Erişim tarihi: 17.04.2025)
- Doyle, J. T., Jennings, J. N., & Soliman, M. T. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts?. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 40-56.
- Duarte, J., Han, X., Harford, J., & Young, L. (2008). Information asymmetry, information dissemination and the effect of regulation FD on the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 24-44.
- Elliott, W. (2006). Are investors influenced by pro-forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review*, 81(1), 113–133.
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2005). The voluntary disclosure of pro-forma earnings: A U.S.–Canada comparison. *Journal of International Accounting Research*, 4(2), 1–23.
- Entwistle, G., Feltham, G., & Mbagwu, C. (2006). Financial reporting regulation and the reporting of pro-forma earnings. *Accounting Horizons*, 20, 39–55.

- Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2010). The value relevance of alternative earnings measures: A comparison of pro-forma, GAAP, and I/B/E/S earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 261-288.
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2012). Credibility Attributes and Investor Perceptions of Non-GAAP Earnings Exclusions. *Accounting Perspectives*, 11(4), 229-257.
- European Securities and Markets Authority. (2015). *Guidelines on Alternative Performance Measures (ESMA/2015/1415)* [Çevrim içi].
<https://boletininternacionalcnmv.es/en/esma-en/markets/guidelines-on-alternative-performance-measures-july-2015/> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- European Securities and Markets Authority. (2016). *Q&A on ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures (ESMA32-51-370)* [Çevrim içi].
https://www.handbook.fca.org.uk/L3G/PR/esma32-51-370_qas_on_esma_guidelines_on_apms.pdf (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2017a). *Q&A on ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures* [Çevrim içi].
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-new-qa-alternative-performance-measures-Guidelines> (Erişim tarihi: 31.01.2025)
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2017b). *Enforcement and regulatory activities of accounting enforcers in 2016* [Çevrim içi].
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-51-382_report_on_enforcement_activities_2016.pdf (Erişim tarihi: 31.01.2025)
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2018a). *Enforcement and regulatory activities of accounting enforcers in 2017* [Çevrim içi].
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-63-424_report_on_enforcement_activities_2017.pdf (Erişim tarihi: 31.01.2025)
- Ernst & Young Global Limited (EY). (2018b). *2018 AICPA conference on current SEC and PCAOB developments* [Çevrim içi].
https://www.ey.com/en_us/technical/accountinglink/2018-aicpa-conference-on-current-sec-and-pcaob-developments (Erişim tarihi: 31.01.2025)
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2019a). *Supervisory convergence work programme 2019* [Çevrim içi].
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-114-647_2019_supervisory_convergence_work_programme.pdf (Erişim tarihi: 31.01.2025)
- European Securities and Markets Authority. (2019b). *Report on the use of Alternative Performance Measures and on the compliance with ESMA's APM Guidelines (ESMA32-334-150)* [Çevrim içi].
<https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I5c7f6455232311eaadfea82903531a62/Report-on-the-use-of-Alternative-Performance-Measures-and-on-the-compliance-with-ESMA-s->

APM-Guidelines-ESMA32-334-150?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default (Erişim tarihi: 05.07.2024)

European Securities and Markets Authority. (2022). *ESMA publishes new Q&A on Alternative performance measures guidelines* [Çevrim içi]. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-new-qa-alternative-performance-measures-guidelines-0> (Erişim tarihi: 05.07.2024)

Ernst & Young Global Limited (EY). (2018). *Applying IFRS – Alternative performance measures* [Çevrim içi]. https://www.ey.com/en_gl/technical/ifrs-technical-resources/applying-ifrs-alternative-performance-measures (Erişim tarihi: 08.05.2024)

Ernst & Young Global Limited (EY). (2024). *IFRS 18 changes financial performance reporting* [Çevrim içi]. https://www.ey.com/en_gl/insights/ifrs/ifrs-18-changes-financial-performance-reporting (Erişim tarihi: 05.07.2024)

Fan, S. (2013). Corporate governance and information content of stock trades: Evidence from S&P 100 companies. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(3), 41-56.

Farber, D. B., Huang, S. X., & Mauldin, E. (2018). Audit committee accounting expertise, analyst following, and market liquidity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(2), 174-199.

Financial Reporting Council (FRC). (2016). *Corporate reporting thematic review: Alternative performance measures (APMs)* [Çevrim içi]. <https://www.nedaglobal.com/assets/files/Improved-reporting-of-alternative-performance-meas.pdf> (Erişim tarihi: 07.01.2024)

Financial Markets Authority (FMA). (2013). *Monitoring of non-GAAP disclosures* [Çevrim içi]. <https://www.fma.govt.nz/assets/Guidance/130930-Monitoring-of-non-gaap-disclosures-2013.pdf> (Erişim tarihi: 17.12.2023)

Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20, 121–164.

Frankel, R., McVay, S., & Soliman, M. (2011). Non-GAAP earnings and board independence. *Review of Accounting Studies*, 16, 719-744.

Frederickson, J., & Miller, J. (2004). The effects of pro-forma earnings disclosures on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments. *The Accounting Review*, 79(3), 667–686.

Gee, K. H., Li, K., and Whipple, B. C. (2024). Investor mispricing of persistent non-GAAP exclusions. Working paper.

- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, 14(1), 71-100.
- Griffin, P. A. (2003). Got information? Investor response to Form 10-K and Form 10-Q EDGAR filings. *Review of Accounting Studies*, 8, 433-460.
- Grill, J. B., Kaile, D. K., & Hill, A. (2024). *Disclosure of non-GAAP financial measures: Recent SEC comments and enforcement actions*. Pillsbury Law. Erişim adresi: <https://www.pillsburylaw.com/en/news-and-insights/sec-comments-enforcement-disclosure-nongaap-financial-measures.html>. (Erişim tarihi: 01.04.2025)
- Gu F, Li JQ (2003). Disclosure of innovation activities by high-technology firms. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 10(2), 143- 172.
- Gu, Z., and Chen, T. (2004). Analysts' treatment of nonrecurring items in street earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 38, 129-170.
- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 448-479.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics*, 5th edn. McGraw Hill, Boston.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson Prentice Hall.
- Heflin, F., & Hsu, C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 349-365.
- Heflin, F., Kolev, K. S., & Whipple, B. (2024). The risk-relevance of non-GAAP earnings. *Review of Accounting Studies*, 29(1), 493-524.
- Henry, E., Hu, N., & Jiang, X. (2020). Relative emphasis on non-GAAP earnings in conference calls: Determinants and market reaction. *European Accounting Review*, 29(1), 169-197.
- Hitz, J. (2010). Press release disclosure of “pro-forma” earnings metrics by large German corporations – Empirical evidence and regulatory recommendations. *Accounting in Europe*, 7(1), 63–86.
- Hogan, B. R., Krishnamoorthy, G., & Maroney, J. J. (2017). Pro-forma earnings presentation effects and investment decisions. *Behavioral Research in Accounting*, 29, 11–24.
- Hribar, P., Mergenthaler, R., Roeschley, A., Young, S., & Zhao, C. X. (2022). Do managers issue more voluntary disclosure when GAAP limits their reporting discretion in financial statements?. *Journal of Accounting Research*, 60(1), 299-351.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data* (3rd ed.). Cambridge University Press.

- Hsu, C., Wang, R., and Whipple, B. (2022). Non-GAAP earnings and stock price crash risk. *Journal of Accounting and Economics*, 73, 101473.
- Huang, Q., & Skantz, T. R. (2016). The informativeness of pro-forma and street earnings: an examination of information asymmetry around earnings announcements. *Review of Accounting Studies*, 21, 198-250.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2003). *IAS 33 – Earnings per share* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-33-earnings-per-share/> (Erişim tarihi: 01.04.2024)
- International Accounting Standards Board (IASB). (2014). *IAS 1 – Presentation of financial statements* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-1-presentation-of-financial-statements/> (Erişim tarihi: 01.04.2024)
- International Accounting Standards Board (IASB). (2016). *IAS 7 – Statement of cash flows* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ias-7-statement-of-cash-flows.pdf> (Erişim tarihi: 01.04.2024)
- International Federation of Accountants (IFAC). (2008). *Preface to IFAC's International Good Practice Guidance* [Çevrim içi]. <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/professional-accountants-business-paib/publications/preface-ifac-s-international-good-practice-guidance> (Erişim tarihi: 1.04.2024)
- International Federation of Accountants (IFAC). (2014). “International Good Practice Guidance: Developing and Reporting Supplementary Financial Measures - Definition, Principles and Disclosures”.
- IFRS Foundation. (2015). *Principles of Disclosure—Alternative Performance Measures (Staff Paper AP11B)* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2015/february/iasb/disclosure-initiative/ap11b-pod-alternative-performance-measures.pdf> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- IFRS Foundation. (2022). *IAS 1: Presentation of financial statements* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ias-1-presentation-of-financial-statements.pdf?bypass=on> (Erişim tarihi: 05.09.2024)
- International Accounting Standards Board (IASB). (2024). *IFRS 18 – Presentation and Disclosure in Financial Statements* [Çevrim içi]. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-18-presentation-and-disclosure-in-financial-statements/> (Erişim tarihi: 02.12.2024)
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2016). *Statement on Non-GAAP Financial Measures* [Çevrim içi]. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd532.pdf> (Erişim tarihi: 17.05.2024)

- Irish Auditing and Accounting Supervisory Authority (IAASA). (2017). *Alternative performance measures – Thematic survey* [Çevrim içi]. https://iaasa.ie/wp-content/uploads/docs/media/IAASA/Documents/Publications/FRSU/2017_09_05-APM-Thematic-final-for-publication.pdf (Erişim tarihi: 17.02.2024)
- Isidro, H., & Marques, A. (2013). The effects of compensation and board quality on non-GAAP disclosures in Europe. *The International Journal of Accounting*, 48(3), 289-317.
- Isidro, H., & Marques, A. (2015). The role of institutional and economic factors in the strategic use of non-GAAP disclosures to beat earnings benchmarks. *European Accounting Review*, 24(1), 95-128.
- Isidro, H., & Marques, A. (2021). Industry competition and non-GAAP disclosures. *Accounting and Business Research*, 51(2), 156-184.
- Jana, S., & McMeeking, K. (2020). Alternative Performance Measures: Determinants of Disclosure Quality – Evidence from Germany. *Accounting in Europe*, 18, 102 - 142.
- Jeanjean, T., Martinez, I., & Davrinche, G. (2018). Non-IFRS disclosure and income statement disaggregation. Available at SSRN 3299353.
- Jennings, R., & Marques, A. (2011). The joint effects of corporate governance and regulation on the disclosure of manager-adjusted non-GAAP earnings in the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(3-4), 364-394.
- Johnson, R. A., & Wichern, D. W. (2007). *Applied multivariate statistical analysis* (6th ed.). Pearson Prentice Hall.
- Jolliffe, I. T. (2002). *Principal component analysis for special types of data* (pp. 338-372). Springer New York.
- Journal of Accountancy. (2025). *Exercising caution with non-GAAP measures and disclosures* [Çevrim içi]. <https://www.journalofaccountancy.com/issues/2025/feb/exercising-caution-with-non-gapp-measures-and-disclosures/> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Kim, H. J., & Yoon, S. S. (2019). Value-relevance of the regulatory non-GAAP adjustments in the Korean banking industry. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(1-2), 160-171.
- KPMG IFRG Limited (KPMG). (2016). *Non-GAAP measures – Moving towards global transparency* [Çevrim içi]. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/isg-non-gaap-measures-print-friendly.pdf> (Erişim tarihi: 17.03.2024)
- KPMG IFRG Limited (KPMG). (2018). *Bridge the gaps: How to improve reporting of alternative performance measures* [Çevrim içi]. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/ch/pdf/bridge-the-gaps-broschure.pdf> (Erişim tarihi: 17.03.2024)

- KPMG IFRG Limited (KPMG). (2018). “Non-GAAP Financial Measures (Issues In-Depth: SEC Rules and Regulations)”. New York.
- KPMG. (2024). *IFRS 18 Presentation and Disclosure in Financial Statements: First Impressions* [Çevrim içi].
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/ifrg/2024/isg-first-impressions-presentation-and-disclosure-ifrs-18.pdf> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- KPMG. (2025). *IFRS 18 disclosure in financial statements* [Çevrim içi].
<https://kpmg.com/gh/en/home/insights/2025/05/ifrs-18-disclosure-in-financial-statements.html> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Koch, C., & Willeson, M. (2020). Firms' information environment measures: a literature review with focus on causality. *Managerial Finance*, 46(11), 1343-1372.
- Kolev, K., Marquardt, C. A., & McVay, S. E. (2008). SEC scrutiny and the evolution of non-GAAP reporting. *The Accounting Review*, 83(1), 157-184.
- Koning, M., Mertens, G., & Roosenboom, P. (2010). The impact of media attention on the use of alternative earnings measures. *Abacus*, 46(3), 258-288.
- Kyung, H., Lee, H., & Marquardt, C. (2019). The effect of voluntary clawback adoption on non-GAAP reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 175-201.
- Landsman, W. R., Miller, B. L., & Yeh, S. (2007). Implications of components of income excluded from pro-forma earnings for future profitability and equity valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 650-675.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting review*, 467-492.
- Lee, Y. J., & Chu, C. P. (2016). Causes and consequences of firms' decision to discontinue non-GAAP earnings disclosure in earnings releases. *Journal of Accounting Review*, 63, 1-46.
- Leung, E., & Veenman, D. (2018). Non-GAAP earnings disclosure in loss firms. *Journal of Accounting Research*, 56(4), 1083-1137.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), 278-316.
- Lin, S., Xia, H. H., & Ryabova, T. (2020). The effect of analysts' GAAP earnings forecasts on managers' classification shifting. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(3), 100222.

- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of “pro-forma” earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769-795.
- Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2017). Alternative Performance Measures and ESMA Guidelines: Improving Stakeholders' Communication. *International Journal of Business and Management*, 12(12), 15-28.
- Malone, L., Tarca, A., & Wee, M. (2016). IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement. *Accounting & Finance*, 56(1), 59-97.
- Malta Financial Services Authority. (2019). *Circular 2.15 - An industry update on ESMA Guidelines on APMs* [Çevrim içi]. <https://www.mfsa.mt/wp-content/uploads/2019/01/Circular-2.15-An-industry-update-on-ESMA-Guidelines-on-APMs.pdf> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Marques, A. (2006). SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. *Review of Accounting Studies*, 11, 549-574.
- Marques, A. (2010). Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. *The British Accounting Review*, 42(2), 119-131.
- Marques, A. (2017). Non-GAAP earnings: International overview and suggestions for future research. *Meditari Accountancy Research*, 25(3), 318-335.
- Mazars. (2019). *The use of alternative performance measures in financial information: Current practice of European listed companies as of 31 December 2016 – Benchmarking analysis: Methodology and key findings* [Çevrim içi]. <https://www.efrag.org/system/files/sites/webpublishing/Meeting%20Documents/1901071411331719/05-04%20Mazars%20Report%20-%20Use%20of%20APMs%20in%20Europe%20for%20FY2016%20-%20TEG%2019-04-16%20-%20for%20background%20only.pdf> (Erişim tarihi: 27.02.2024)
- Mey, M. T., & Lamprecht, C. (2021). The association between EBITDA reconciliation quality and opportunistic disclosure. *South African Journal of Accounting Research*, 35(2), 87-110.
- McVay, S. E. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81, 501-531.
- McVay, S. E., Rodriguez-Vazquez, E. A., and Toynbee, S. M. (2024). Experience with non-GAAP earnings and investors' pricing of exclusions. *The Accounting Review*, 99(3), 397-427.
- McVay, S. E., Rodriguez-Vazquez, E., Toynbee, S., & Whipple, B. C. (2025). Alternative performance measures. In W. Ge, A. Koester, & S. McVay (Eds.), *Handbook on the financial reporting environment* (Forthcoming). Edward Elgar Publishing Ltd.

- Moscariello, N., & Pizzo, M. (Eds.). (2019). *Reporting Non-GAAP financial measures: a theoretical and empirical analysis in Europe*. Cambridge Scholars Publishing.
- Murtagh, F., & Heck, A. (2012). *Multivariate data analysis* (Vol. 131). Springer Science & Business Media.
- Osma, B. G., & Saorín, E. G. (2009). *Corporate governance and impression management in annual press releases* (No. 2009-02). Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, SA (Ivie).
- Pricewaterhouse Coopers (PwC). (2017). *An alternative picture of performance: Building confidence in non-GAAP measures* [Çevrim içi]. <https://www.pwc.co.nz/pdfs/an-alternative-picture-of-performance.pdf> (Erişim tarihi: 17.05.2025)
- Rajgopal, S., Shevlin, T., and Venkatachalam, M. (2003). Does the stock market fully appreciate the implications of leading indicators for future earnings? Evidence from order backlog. *Review of Accounting Studies*, 8, 461-492.
- Ranasinghe, D., Unda, L. A., & Wright, S. (2022). Do women mind the non-GAAP? Board gender diversity and non-GAAP disclosure quality. *European Accounting Review*, 33(3), 713–739. <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2116065>
- Rainsbury, E. A. (2017). The impact of the FMA guidelines on non-GAAP earnings disclosures. *Australian Accounting Review*, 27(83), 480–493.
- Rainsbury, L., Hart, C., & Buranavityawut, N. (2015). GAAP-adjusted earnings disclosures by New Zealand companies. *Pacific Accounting Review*, 27(3), 329-352.
- Rautiainen, A., Saastamoinen, J., & Pajunen, K. (2023). Auditors' perceptions of alternative performance measures – alternative truths and professional skepticism. *Accounting in Europe*, 21(2), 134-153.
- Ribeiro, A., Shan, Y., & Taylor, S. (2019). Non-GAAP earnings and the earnings quality trade-off. *Abacus*, 55(1), 6-41.
- Rozenbaum, O., (2019). EBITDA and managers' investment and leverage choices. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), pp.513-546.
- Sadique, M. S., & Rahman, M. A. (2013). Investor reaction to strategic emphasis on earnings numbers: An empirical study. *Contemporary Economics*, 7(3), 51-64.
- Sang, F., Alam, P., & Hinkel, T. (2022). Segment earnings and managerial incentives: evidence from foreign firms cross-listed in the USA. *Review of Accounting and Finance*, 21(3), 130-153.
- Shiah-Hou, S. R., & Teng, Y. Y. (2016). The informativeness of non-GAAP earnings after Regulation G?. *Finance Research Letters*, 18, 184-192.

- Sinnewe, E., Harrison, J. L., & Wijeweera, A. (2017). Future Cash Flow Predictability of Non-IFRS Earnings: Australian Evidence. *Australian Accounting Review*, 27(2), 118-128.
- Solsma, L., & Wilder, W. M. (2015). Pro-forma disclosure practices of firms applying IFRS. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23(4), 383-403.
- Stevens, J. P. (2009). *Applied multivariate statistics for the social sciences* (5th ed.). Routledge.
- Taylor, S., & Tong, A. (2020). How efficient is the market for Australian firms' earnings information?. *Accounting & Finance*, 60(4), 4225-4255.
- Thielemann, F., & Dinh, T. (2019). Non-GAAP earnings disclosures around regulation G—The case of “implicit non-GAAP reporting”. *Advances in accounting*, 46, 100432.
- U.S. Securities and Exchange Commission . (2001). *Cautionary advice regarding the use of “pro-forma” financial information in earnings releases* [Çevrim içi]. <https://www.sec.gov/rules-regulations/2001/12/cautionary-advice-regarding-use-pro-forma-financial-information-earnings-releases> (Erişim tarihi: 07.04.2024)
- U.S. Securities and Exchange Commission . (2022). *Non-GAAP financial measures (Compliance & Disclosure Interpretations)* [Çevrim içi]. <https://www.sec.gov/corpfin/non-gaap-financial-measures.htm> (Erişim tarihi: 17.03.2025)
- U.S. Securities and Exchange Commission . (2003). *Conditions for use of non-GAAP financial measures* [Çevrim içi]. <https://www.sec.gov/rule-release/33-8176> (Erişim tarihi: 07.04.2024)
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of global responsibility*, 8(2), 169-178.
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Venter, E. R., Cahan, S. F., & Emanuel, D. (2013). Mandatory earnings disaggregation and the persistence and pricing of earnings components. *The International Journal of Accounting*, 48(1), 26-53.
- Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, 50(1), 1-24.
- Visani, F., Di Lascio, F. M. L., & Gardini, S. (2020). The impact of institutional and cultural factors on the use of non-GAAP financial measures. International evidence from the oil and gas industry. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40, 100334.

- Von Koch, C., & Willeson, M. (2020). Firms' information environment measures: a literature review with focus on causality. *Managerial Finance*, 46(11), 1343-1372.
- Xu, B., Bhuiyan, M. B. U., & Rahman, A. (2016). Underlying profit in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 28(2), 111–134.
- Walker, M., & Louvari, E. (2003). The determinants of voluntary disclosure of adjusted earnings per share measures by UK quoted companies. *Accounting and Business Research*, 33(4), 295-309.
- Watson A, Shrives AP, Marston C (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289–313.
- World Bank. (t.y.). *Day 1 Session 3 IFRS 18 Primary Financial Statements* [Çevrim içi]. <https://cfrr.worldbank.org/sites/default/files/2024-11/Day%201%20Session%203%20IFRS%2018%20Primary%20Financial%20Statements.pdf> (Erişim tarihi: 05.07.2024)
- Yang, Y., & Abeysekera, I. (2018a). Effect of non-IFRS earnings reporting guidelines on underlying earnings reporting quality: The case of Australian listed firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 29(3), 312–338.
- Yang, Y. (2018b). Do aggressive pro-forma earnings-reporting firms have difficulty disclosing intellectual capital? Australian evidence. *Journal of Intellectual Capital*, 19(5), 875-896.
- Young, S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-GAAP earnings reporting. *Accounting and Business Research*, 44(4), 444–465.
- Zhang, H., & Zheng, L. (2011). The valuation impact of reconciling pro-forma earnings to GAAP earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 186-202.
- Zhang, J. (2019). Learning from the Current Research on Non-GAAP Financial Measures. *The CPA Journal*, July 2019.
- Zolotoy, L. (2012). Earnings surprise implicit in stock prices: which earnings forecasting models are investors using and what determines their choice?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1161-1179.

ÖZGEÇMİŞ

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Hilal Merve ALAGÖZ
Tez Başlığı : Alternatif Performans Ölçütlerinin Finansal
Performansla İlişkisi ve Bilgi Ortamı Kalitesinin Rolü
Savunma Tarihi : 17 / 06 / 2025
Danışman : Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

JÜRİ ÜYELERİ:

Unvan, Ad-SOYADI	İmza
Prof. Dr. Selahattin Karabınar	
Doç. Dr. Ali Coşkun	
Doç. Dr. Oğuzhan Bahadır	
Doç. Dr. Melik Ertuğrul	
Dr. Öğr. Üyesi Büke Tolga	

Prof. Dr. Ulun Akturan
Enstitü Müdürü