

FİNANSAL OLARAK BAŞARILI VE BAŞARISIZ FİRMALARIN BORSA PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI: İMKB ÖRNEĞİ

Melike Kurtaran Çelik*

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında kayıtlı olan ve finansal başarısızlıkla karşılaşmış firmalar ile yine finansal anlamda başarılı firmaların hisse senedi getirileri arasında bir fark olup olmadığının tespit edilmesidir. Bu amaçla öncelikle finansal anlamda başarılı ve başarısız firmalar tespit edilmiştir. Daha sonra bu firmaların hisse senedi getirileri hesaplandıktan sonra iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı incelenmiştir. Yapılan analize göre başarılı ve başarısız firmaların hisse senedi getirileri arasında 1998-2008 döneminin genelinde anlamlı bir fark olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Başarısızlık, Hisse Senedi Fiyat Performansı, Hisse senedi Getirisi.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to determine the difference between stock returns of failed and successful firms trading ISE. For this purpose, initially failed and successful firms have been confirmed. Furthermore, the stock returns of the firms have been calculated. Additional it is analyzed whether there is significant difference as statistical or not. According to the analysis, there is not significant relationship between stock returns of successful and failed firms throughout the 1998-2008 periods.

Key Words: Financial Failure, Stock Price Performance, Stock Return

GİRİŞ

Firma başarısızlıklarının belirlenmesinde yaygın olarak kullanılan finansal başarısızlık kavramı, literatürde yer alan birçok çalışmada farklı biçimlerde ele alınmıştır.

Bu çalışmalardan; Altman(1968), Tamari(1970), Meyer ve Pifer(1970) ve Elam(1975)'in çalışmalarında iflas etmiş olan firmaların finansal başarısızlığa uğradıkları kabul edilmiştir.

* Öğr.Gör.Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi Turizm ve Otelcilik MYO, melike@ktu.edu.tr

Beaver(1966) yaptığı çalışmada finansal başarısızlık kriteri olarak vadesi gelmiş borçlarını ödeyememe, iflas, tahvil faizinin ödenmemesi, karşılıksız çek yazılması veya imtiyazlı hisse senetlerine kar payının ödenmemesi gibi kriterleri esas almıştır (Beaver, 1966:71-72).

Blum(1974) çalışmasında finansal başarısızlığı, vadesi gelmiş borçlarını ödeyememe, iflas sürecine başlamış olma, borçlar konusunda kredi verenlerle borçların bir kısmının silinmesi konusunda anlaşmaya çalıma olarak tanımlamıştır (Blum, 1974:2).

Deakin (1976)'ın yaptığı çalışmada finansal başarısızlık kriterleri, iflas etme ya da alacaklıların isteği üzerine tasfiye olma şeklinde belirlenmiştir (Deakin, 1976:92).

Taffler (1984) çalışmasında, firma başarısızlığını yine Deakin(1976)'ın kriterlerine benzer şekilde alacaklıların isteği üzerine tasfiye olma ve mahkeme kararı ile firmaların faaliyetlerine son verilmesi olarak ele almıştır.

Aktaş (1993) yaptığı çalışmada, finansal başarısızlık kriterleri olarak 3 yıl üst üste zarar etmiş olma, iflas ve finansal darboğazdan dolayı faaliyetleri durdurma kıstaslarını kullanmıştır.

Yıldız (2001)'a göre ise finansal başarısızlık kriterleri, iflas, sermayenin yarısının kaybı, aktif tutarın %10'unun kaybı, üç yıl üst üste zarar etme, borç ödeme zorluğu içine düşme, üretimi durdurma ve borçların aktifi aşması olarak kabul edilmiştir.

Finansal başarısızlığın göstergeleri olarak ilk aşamada; yönetimdeki hızlı değişim, önemli müşterilerin kaybedilmesi, faaliyet zararları, nakit girişleri ile çıkışları arasındaki olumsuz fark, alacakların tahsilinde sorunlar yaşanması örnek gösterilebilir. Orta aşamada; sürekli faaliyet zararları, borç ödemelerinde ek vade ve yeniden yapılandırma talepleri, borç sözleşmelerinin ihlali, tedarikçi ilişkilerinde bozulmalar, nakit yönetiminin zorluklarla yürütülmesi gibi hususlar ön plana çıkar. Son aşamada ise, faaliyetlerden kar elde etme ihtimali imkânsız hale gelir, nakit açıkları giderek büyür, borç sözleşmelerinin ihlali süreklileşir, alacakların tahsili zorlaşır ve en önemlisi nitelikli çalışanların istifaları artmaya başlar.

Özetlemek gerekirse finansal başarısızlık iki tanımlama ile açıklanabilir (JCR Eurasia Rating):

1) Teknik Ödeme Güçlüğü: Varlıkların toplam borçlardan fazla olması ya da zararın öz kaynakları aşması söz konusu olmasa dahi firmaların vadesi gelen yükümlülüklerini karşılayamaması hali olup, firmanın teknik likiditesini kaybetmesi olarak yorumlanır.

2) İflas: Firmanın reel net değerinin negatif olması, firma borçlarının toplam aktifleri aşması halidir.

Firmaların borsa performansları, diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin fiyat performansına bakılacak olursa bu konu literatürde yer alan birçok çalışmada kısa ve uzun dönem fiyat performansı olarak ele alınmıştır. Kısa dönem performans kriteri olarak hisse senetlerinin ilk işlem günündeki getirisi göz önünde tutulurken, uzun dönem performans kriteri olarak genelde hisse senetlerinin 3, 6, 12, 24 ve 36 aylık getirileri dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışmalarda veri olarak kullanılan hisse senedi getirisi günlük, haftalık veya aylık getiriler şeklinde farklı biçimde belirlenmiştir. Bu çalışmada hisse senedi getirisi olarak aylık getiriler kullanılmıştır.

Hisse senedi fiyatı ve finansal başarısızlıkla ilgili Beaver(1968) yaptığı çalışmada firmaların başarısızlıkların tahmininde finansal oranlarla birlikte hisse senedi getirilerini kullanmıştır. 1954-1964 dönemini kapsayan toplam 158 firmayı dâhil ettiği çalışmada finansal başarısızlığın sadece hisse senedi getirisiyle açıklanamayacağını belirtmiştir.

Cai ve Loughran (1998), 1971-1992 yılları arasında Tokyo borsasındaki 1389 firma üzerine yaptıkları çalışmada değişik gösterge endekslerini dikkate almışlardır. Çalışmada, halka arz edilen işletmelerin hem fiyat performansları hem de faaliyet performansları araştırılmıştır. Halka arz edilmiş olan işletmeler için fiyat ve faaliyet performanslarında ihraçtan sonra önemli bir azalış olduğu belirlenmiştir.

I. Araştırmanın Kapsamı

Çalışma kapsamına, faaliyet yapılarının farklı olmasından dolayı yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve bankalar hariç olmak üzere İMKB' de 1998–2008 yılları arasında işlem gören 178 başarılı ve 136 başarısız olmak üzere toplam 314 firma dahil edilmiştir.

Çalışmada yıllar itibariyle kullanılmış olan başarılı ve başarısız firma sayıları Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo: 1 Yıllara Göre Çalışmada Kullanılan Firma Sayıları

Yıllar	Başarılı Firma Sayısı	Başarısız Firma Sayısı	Toplam
1998	6	6	12
1999	4	6	10
2000	8	9	17
2001	22	22	44
2002	23	20	43
2003	28	18	46
2004	20	14	34
2005	30	23	53
2006	21	9	30
2007	10	5	15
2008	6	4	10
TOPLAM	178	136	314

II. Veri ve Yöntem

Araştırmada hisse senedi getirileri olarak İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin aylık getiri oranları kullanılmıştır. Şirketlerin sermaye artırımları ve temettü ödemeleri de dikkate alınarak İMKB tarafından hesaplanan aylık getiri denklemi aşağıdaki gibidir:

$$G_i = \frac{F_i(1 + BDL + BDZ) - R * BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

Burada;

G_i : i ayına ait getiriyi

F_i : i ayına ait en son kapanış fiyatını

BDL : Ay içinde alınan bedelli hisse senedini

BDZ : Ay içinde alınan bedelsiz hisse senedini

R : Rüçhan hakkı kullanım fiyatını

T : Ay içinde 1TL nominal değerli hisse senedine ödenen net temettü tutarını

F_{i-1} : i ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatını göstermektedir.

Finansal başarısızlık kriterlerine bakıldığında, çalışmada finansal başarısızlığa düşmüş firmaların seçiminde göz önüne alınan finansal başarısızlık kriterleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- Üst üste üç yıl zarar edilmesi,
- Öz Sermayesinin en az 2/3 oranında azalması,
- Toplam Aktiflerin % 10 oranında azalması.

Bu kriterlerden herhangi biriyle karşılaşan firmalar başarısız, bu kriterlere girmeyen firmalar ise başarılı olarak kabul edilmiştir. Başarısızlık başlangıç yılı olarak, üç yıl üst üste zarar eden firmalar için zararın üçüncü yılı; sermaye veya aktif kaybı olan firmalar için ise, kaybın gerçekleştiği yıl esas alınmıştır. Böylece, çalışma kapsamına alınan firmaların, finansal başarısızlık yılından 1, 2 ve 3 yıl önceki finansal tablo bilgileri dikkate alınmıştır.

Çalışmada başarısız firmaların hisse senedi getirileri olarak başarısızlığın gerçekleştiği; başarılı firmalar için ise herhangi bir başarısızlık kriterinin oluşmadığı yıldaki Ocak-Aralık dönemine ait aylık getirilerin ortalaması kullanılmıştır.

Araştırmada kullanılan aylık getiri ve finansal tablo verileri İMKB veri tabanından elde edilmiştir.

III. Bulgular

136 adet finansal başarısızlığa uğramış ve 178 adet finansal olarak başarılı sayılan toplam 314 firmanın hisse senedi getirilerinin normal bir dağılıma sahip olup olmadığı ayrı ayrı incelenmiş ve sonuçlar Tablo 2’de sunulmuştur. İstatistiksel olarak 0,01 anlamlılık düzeyine göre Kolmogorov-Smirnov normallik testinde her iki grup için de hisse senedi getiri oranlarının anlamlılık değeri %1’den küçük çıkmıştır. Yani hem başarılı hem de başarısız firmaların hisse senedi getirileri normal bir dağılıma sahip değildir. Bu sebeple karşılaştırma yapılırken çalışmada parametrik olmayan hipotez testleri kullanılmıştır.

Tablo 2: Aylık Getirilerin Normallik Testi Sonuçları

	Kolmogorov-Smirnov		
	İstatistik değeri	Gözlem sayısı	Anlamlılık Düzeyi
Başarılı Firmalar	0.108	178	0.00
Başarısız Firmalar	0.061	136	0.00

Tablo 3'te aylık getirilerin çarpıklık ve basıklık katsayıları gösterilmektedir. Tabloda yer alan *Skewness* ve *Kurtosis* değerlerine bakıldığında çarpıklık katsayısının başarılı firmalar için 5.25(0.956/0.182); başarısız firmalar için 3.73(0.775/0.208) olduğu görülmektedir. Her iki katsayı da beklenen değerden (1.96) yüksek olduğu için serilerin çarpık olması söz konusudur. Yine basıklık katsayısı başarılı firmalar için 4.56(1.652/0.362); başarısız firmalar için 2.91(1.200/0.413) olarak hesaplanmıştır. Bu da beklenen değerden (1.96) yüksek olduğu için serilerin dik olması söz konusudur.

Tablo 3: Aylık Getirilerin Çarpıklık ve Basıklık Testi Sonuçları

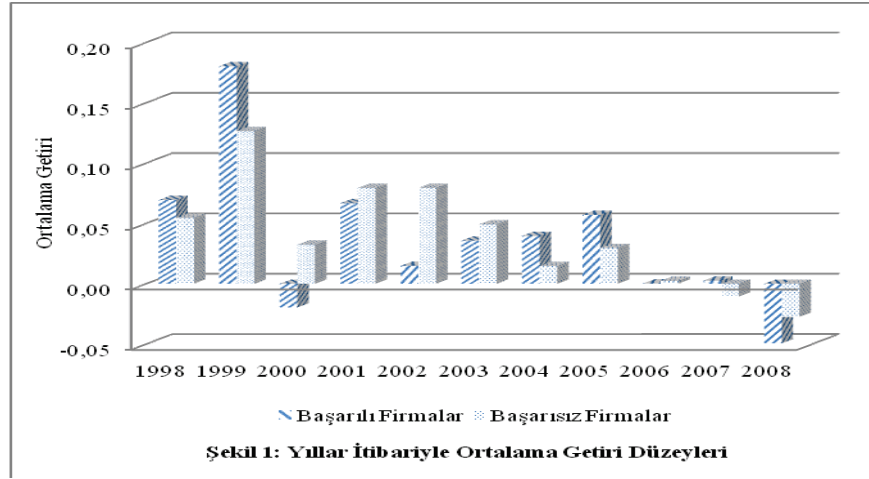
	Skewness			Kurtosis		
	İstatistik değeri	Standart Hata	Çarpıklık Katsayısı	İstatistik değeri	Standart Hata	Basıklık Katsayısı
Başarılı Firmalar	0.956	0.182	5.25	1.652	0.362	4.56
Başarısız Firmalar	0.775	0.208	3.73	1.200	0.413	2.91

Tablo 4'te başarılı ve başarısız firmaların aylık getirilerine ait özet istatistiki bilgiler verilmiştir. Tablodaki verilere göre 178 başarılı firmanın aylık getiri ortalaması %4.13 olarak hesaplanırken 136 başarısız firmanın ise %3.52 olarak gerçekleşmiştir. Aradaki %0.61'lik fark dikkate alınmayacak kadar küçüktür. Medyan ve ortalama değerler arasında da yine önemli bir fark bulunmamaktadır. Konuya en yüksek ve en düşük getiriler açısından bakıldığında serilerin her ikisinde de birbirlerine oldukça yakın değerler bulunmaktadır.

Şekil 1’de finansal olarak başarılı ve başarısız firmaların hisse senetlerinin yıllar itibariyle ortalama getirileri gösterilmiştir. Şekilde de görüldüğü ortalama getiriler arasında başarılı ve başarısız firma açısından bakıldığında önemli farklar görülmemektedir. Şöyle ki; başarılı firmaların ortalama getirisi bazı yıllarda başarısız firmaların getirilerinden daha düşük seviyede kalmıştır. Başarılı firmaların hisse senetleri 1998, 1999, 2004, 2005 ve 2007 yıllarında daha yüksek getiri sağlarken diğer 6 yılda başarısız firmaların hisse senetleri daha iyi performans göstererek başarılı firmaların hisse senetlerini geride bırakmıştır. Hatta 2000 yılında başarısız firmaların ortalama getirisi pozitifken başarılı firmaların ortalama getirisi negatif olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4: Aylık Getirilere Ait Özet İstatistikler

	Başarılı Firmalar	Başarısız Firmalar
Gözlem Sayısı	178	136
Ortalama (%)	4.13	3.52
Medyan (%)	3.19	3.13
Standart Sapma	0.059	0.056
En Düşük (%)	-8.68	-6.92
En Yüksek (%)	27.54	25.16



Tablo 5’te finansal olarak başarılı ve başarısız firmaların ortalama getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının

belirlenmesi amacıyla yapılan Mann-Whitney U testi sonuçları gösterilmektedir. Tabloda hem bütün olarak hem de yıllar itibariyle ayrı ayrı yapılan testlerin sonuçları yer almaktadır. Yıllar itibariyle bakıldığında 0.01 anlamlılık düzeyine göre yalnızca 2000, 2002, 2004 ve 2005 yıllarındaki getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu gözükmektedir. Diğer 7 yılda ve bütün veriler dikkate alınarak yapılan test sonucunda ise iki seri arasında anlamlı bir fark olmadığı tespit edilmiştir. Yani finansal olarak başarılı kabul edilen firmalar ile başarısız olarak kabul edilen firmaların borsa performansları arasında istatistiksel olarak bir fark bulunmamaktadır.

Tablo 5: Hisse Senedi Getirilerin Karşılaştırılması İle İlgili Analiz Sonuçları

Yıllar	Mann-Whitney U	Z Değeri	Anlamlılık düzeyi
1998	18	-0,354	0,724
1999	14	-2,263 ^b	0,024
2000	27	-3,055 ^a	0,002
2001	377,5	-0,786	0,432
2002	56	-4,643 ^a	0,000
2003	247,5	-1,12	0,263
2004	140,5	-2,716 ^a	0,007
2005	151	-2,66 ^a	0,008
2006	25	-0,735	0,462
2007	12	-0,154	0,924
2008	11	-1,155	0,248
Genel	11489,50	-0,771	0,441

^a0.01 düzeyinde anlamlı

^b0.05 düzeyinde anlamlı

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Firma başarısızlıkları literatürde ekonomik başarısızlık, iş hayatındaki başarısızlık ve finansal başarısızlık olmak üzere çeşitli açılardan ele alınmaktadır. Bu çalışmada finansal anlamda başarısızlığa düşmüş firmalar başarısız firmalar olarak ifade edilmiştir. Çalışma kapsamına 1998-2008 döneminde İMKB’de kayıtlı olan firmalar alınmıştır. Elde edilen sonuca göre söz konusu dönemde finansal anlamda başarılı ve başarısız firmaların hisse senedi getirilerinin performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığı tespit edilmiştir. Ancak ele alınan dönemde her yıl ayrı ayrı incelendiğinde bazı yıllarda farklar olduğu belirlenmiş ama farkın gözlemlendiği

bu yılların ikisinde başarılı firmaların hisse senedi getirilerinin başarısız firmalara göre daha düşük çıktığı görülmüştür. Oysaki beklenti ters yönde olmaktadır. Yani finansal olarak başarı kaydeden firmaların bu başarılarının borsa performansının ölçülmesinde kullanılan hisse senedi getirilerine de yansımaları beklenmektedir. Konuya yatırımcılar açısından bakıldığında hisse senetlerine yatırım yaparken firmaların faaliyetlerindeki başarı veya başarısızlık durumu söz konusu yatırımın yönünü belirlemede önemli bir unsur olarak görülmemektedir.

KAYNAKÇA

- AKTAŞ, Ramazan, Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini (Çok Boyutlu Model Uygulaması), Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, No: 32, (1993).
- ALTMAN, Edward, “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of corporate Bankruptcy”, **The Journal of Finance**, Vol.23, Nr.4, (September-1968), pp.589-609.
- BEAVER, William H., “Financial Ratios as Predictors of Failure”, **Selected Studies**, (1966), pp.70-112.
- BEAVER, William H., “Market Prices, Financial Ratios and Predictors of Failure”, **Journal of Accounting Research**, (1968), pp.179-195.
- BLUM, Marc, “Failing Company Discriminant Analysis”, **Journal of Accounting Research**, (Spring-1974). pp.1-26.
- CAI, JUN and LOUGHRAN, TIM “The Performance of Japanese Seasoned Equity Offerings, 1971–1992”, *Pacific Basin-Finance Journal*, Vol.6, Nr.5, November-1998, pp.395-425.
- DEAKIN, Edward B, “Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence”, **The Accounting Review**, (Ocak-1976), pp.90-96.
- EDMISTER, Robert O., “An Empirical Test of Financial Ratio Analysis For Small Business Failure Prediction”, **Journal of Financial and**

Quantitative Analysis, Vol.17, (March 1972), pp.1477-1493.

ELAM, R., “The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios, **The Accounting Review**, (Ocak-1975), pp.25-43.

MEYER, Paul A. and PIFER, Howard W., “Prediction of Bank Failures”, **The Journal of Finance**, Vol. 25, Nr.4, (1970), pp.853-868.

TAFFLER, Richard J., “Empirical Models For The Monitoring of UK Corporations”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.8, 1984, pp.199-227.

TAMARI, Meir, “Financial Ratios as a Means of Forecasting Bankruptcy”, **Management International Review**, 1966, pp.15-21.

“The Nature of Trade”, *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol.22, Nr.3, (November-1970), pp.406-419.

www.jcavrasyarating.com