

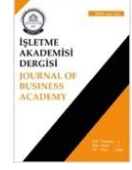


İşletme Akademisi Dergisi

2021, 2 (1): 40-56.

DOI:10.26677/TR1010.2021.700

Dergi web sayfası: www.isakder.org



[Araştırma Makalesi](#)

Lojistik Sektöründe Stratejik Yatırım Kararlarının Pay Getirisine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama

Arş. Gör. Dr. Caner AKBABA

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, Muğla.

canerakbaba@mu.edu.tr, www.orcid.org/0000-0001-8849-1622

Öz

Artan dünya ticaret hacmi teknolojik yenilikler küresel rekabeti arttırdığı gibi ticaretin önemli bir parçası olan lojistik sektörünü de oldukça etkilemektedir. Yükselen rekabet ortamı lojistik sektöründe faaliyet gösteren işletmeleri maddi duran varlık ve finansal duran varlık alımı, ortak girişimler gibi birtakım stratejik yatırım kararlarına yöneltmektedir. Bu çalışmada, lojistik sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin aldığı stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine olan etkisi incelenmektedir. Bu amaçla, BIST Ulaşım endeksinde (XULAS) işlem gören işletmelerin Ocak 2014 – Aralık 2020 döneminde yaptığı 46 stratejik yatırım duyurusu 'olay çalışması' yöntemiyle incelenmiş ve sonuç olarak stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirilerine etki ettiği belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Lojistik, Stratejik Yatırım, Olay Çalışması, Aşırı Getiri.

Makale Gönderme Tarihi: 10.02.2021

Makale Kabul Tarihi: 04.03.2021

Önerilen Atf:

Akbaba, C. (2021). Lojistik Sektöründe Stratejik Yatırım Kararlarının Pay Getirisine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, *İşletme Akademisi Dergisi*, 2(1): 40-56.

© 2021 İşletme Akademisi Dergisi.



Journal of Business Academy

2021, 2 (1): 40-56.

DOI:10.26677/TR1010.2021.700

Web pages: www.isakder.org



Research Article

The Impact of Strategic Investment Decisions on Stock Returns in the Logistics Sector: Evidence from Borsa İstanbul

Dr. Caner AKBABA

Muğla Sıtkı Koçman University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration Accounting and Finance Department, Muğla.

canerakbaba@mu.edu.tr, www.orcid.org/0000-0001-8849-1622

Abstract

Increasing world trade volume and technological innovations enhance the global competition and also affect the logistics sector, which is a substantial component of trade. The increasingly competitive environment leads businesses operating in the logistics sector to make a number of strategic investment decisions such as purchases of property, plant and equipment, and financial investments, and joint ventures. In this study, the impact of strategic investment decisions taken by logistics businesses on stock returns is analyzed. For this purpose, 46 strategic investment announcements made by businesses listed on the BIST Transportation index (XULAS) between January 2014 and December 2020 were analyzed by using the 'event study' method; consequently, it has been determined that strategic investment decisions have an impact on the stock returns.

Keywords: Logistics, Strategic Investments, Event Study, Abnormal Return.

Received: 10.02.2021

Accepted: 18.02.2021

Suggested Citation:

Akbaba, C. (2021). The Impact of Strategic Investment Decisions on Stock Returns in the Logistics Sector: Evidence from Borsa İstanbul, *Journal of Business Academy*, 2(1): 40-56.

© 2021 Journal of Business Academy.

1. GİRİŞ

Günümüzde işletmeler, küreselleşmenin etkisiyle birlikte, dünyanın her noktasına mal ve hizmet satabilmenin yanı sıra mal ve hizmet tedarikini de bu noktalardan sağlayabilmektedir (Tokay, Deran ve Aslan, 2011). Bu durum artan teknolojik olanaklarla birlikte şirketler arasındaki rekabetin yükselmesine ve ürünler arasındaki farklılıkların da oldukça azalmasına neden olmaktadır. Rekabet üstünlüğünü elde tutmak isteyen işletmeler üretim ve tedarik merkezlerini farklı coğrafi konumlara dağıtarak üretim maliyetlerini en aza indirmeye çalışmaktadırlar. Tedarik merkezlerindeki coğrafi dağılım taşımacılık ve lojistik hizmetlerini her geçen gün daha önemli hale getirmektedir. Nihai ürünün tüketicilerin eline doğru zamanda, doğru yerde ve doğru maliyetle ulaştırılması taşımacılık ve lojistik alanında daha yüksek standartlara ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır (KPMG, 2019:3).

Lojistik performansı, küresel pazarlarda rekabet edebilmek için üstesinden gelinmesi gereken önemli bir iş zorluğu ve aynı zamanda bir kilit başarı faktörü haline gelmiştir. Bu noktada işletmeler lojistik hizmetini kendi bünyelerinde tutmak yerine bu konuda uzmanlaşmış ve her işletmenin ihtiyacına uygun çözümler üreten 3. Parti Lojistik (3PL) işletmeler tarafından sunulan lojistik hizmeti satın almayı tercih etmektedirler (Babacan, 2003). Böylelikle işletmeler ürünlerini daha hızlı sevk etmenin yanı sıra lojistik için ayıracakları zaman ve kaynağı kendi esas faaliyetlerine yönlendirerek maliyetleri düşürmekte ve inovasyon süreçlerini hızlandırmaktadırlar (Graf ve Mudambi, 2005; Aktas, Agaran, Ulengin ve Onsel, 2011:835). Ayrıca, lojistik hizmetinin verimliliği mikro ölçekte etkin bir tedarik zinciri yönetimi ve pazarlama stratejisi oluşturma konusunda işletmelere katkı sağladığı gibi makro ölçekte ülkeler için uluslararası ticaretin ve ekonomik büyümenin arkasındaki önemli bir itici güç olarak kabul edilmektedir (Green, Whitten ve Inman, 2008; Arvis vd., 2018; Stojanović ve Ivetić, 2020). Dünya Bankası tarafından hazırlanan lojistik performans endeksinin (LPI) üst sıralarında dünya ticaret hacminde en yüksek paya sahip ve ekonomik anlamda gelişmiş ülkelerin yer aldığı görülmektedir (KPMG, 2019:3).

İşletmelerin lojistik faaliyetlerinde daha fazla dış kaynak kullanımına gitmesi lojistik hizmeti sağlayan işletmelerin önemini arttırmaktadır. Lojistikte dış kaynak kullanımına olan bu ilgi ile birlikte sektörde meydana gelen değişimler lojistik işletmeleri arasındaki rekabetin artmasına neden olmaktadır (Yapraklı ve Ünalın, 2017:591). Artan rekabet ortamının, lojistik işletmelerinin performanslarını arttırma, teknolojik gelişmelere ayak uydurma ve faaliyet alanlarını genişletmek amacıyla yeni stratejik yatırımlara girişmelerinin tetikleyicisi olması beklenmektedir.

Son zamanlarda bankaların daha hızlı hizmet vermek için fiziki şubelerini kapatıp interaktif bankacılığa daha fazla yatırım yapmasının aksine, lojistik işletmeleri küresel ekonominin sınırları genişledikçe rekabet güçlerini arttırmak üzere yeni sabit yatırımlar yapma, ürün çeşitliliğini arttırma ve kontratlı satışlar gibi stratejiler uygulamaktadırlar (Babacan, 2003:13). İşletmelerin, temel amaçları olan paydaşların refahını arttırmak konusunda finansman, kâr payı ve stratejik yatırımlar üzerine aldıkları kararlar oldukça etkilidir. Bu kararlar arasında en zorlayıcı olanı stratejik yatırım kararlarıdır (Kaur ve Kaur, 2019). Stratejik yatırım kararları, yeniden yapılandırma, yeni bilgi sistemi ve teknolojiler, organizasyon değişiklikleri, teknik projeler, iş ortaklıkları, satın alma ve birleşmeler ile sermaye harcamaları gibi kararları içermektedir (Özbebek, Canikli ve Aytürk, 2011: 929). Söz konusu yatırımlar işletmelerin stratejik hedeflerine ulaşmalarını sağlayan uzun vadeli harcamaların bütünüdür (Ward, 2004: 180). Dahası, bu yatırımlar riski yüksek, ölçülmesi zor sonuçları olan ve işletme performansı üzerinde uzun vadeli etkisi olan önemli yatırımlardır (Alkaraan ve Northcott, 2013). Bu nedenle stratejik

yatırım kararları işletmelerin genel performansını belirleyen kritik kararlardan biridir (Kannadhasan ve Nandagopal, 2010: 38).

İşletme performansını ölçmek için kullanılan pay başına kazanç, yatırım getirisi ve özkaynak getirisi gibi muhasebe temelli performans ölçülerinin, alınan yatırım kararlarının değerini tam olarak doğru bir şekilde ölçtüğünü söylemek mümkün değildir. Bir yatırım kararının işletme performansına uzun vadeli etkisinin en doğru göstergesi pay senetlerinin piyasada aşırı getiri sağlayarak yatırımcılar için ekonomik bir değer yaratıp yaratmadığıdır (Özbebek vd., 2011). Payların piyasa değeri işletmelerin kâr yaratma kabiliyeti üzerinden belirlenir ve bu kâr yaratma kabiliyeti de işletmelerin hali hazırda sahip olduğu varlıklardan ve projelendirdiği yatırımlardan gelecek muhtemel nakit akışlarının iskonto edilmiş bugünkü değeridir. Ayrıca; etkin bir piyasada, pay senetlerinin piyasadaki bütün bilgileri yansıtması ve payların ulaşan yeni bilgilere anında tepki vererek fiyatını buna göre uyarlaması beklenmektedir (Brealey, Myers ve Allen, 2017). Bu nedenle, bilgi açısından etkin bir piyasada, pay senetlerinin kurumsal duyurulara verdiği tepki, piyasanın kurumsal kararları ne ölçüde değerlendirdiğini göstermektedir. Dolayısıyla stratejik yatırım kararları ile ilgili duyuruların gelecekteki nakit yaratma olanaklarını ortaya koyduğundan 'Paydaş Değeri Maksimizasyonu Hipotezi' bağlamında işletmenin pay değerini olumlu yönde etkileyebilmektedir (Woolridge ve Snow, 1990).

Paydaş değerini maksimizasyonu açısından bakıldığında lojistik alt yapısı sağlam olan veya bu konuda oldukça yetkin 3. Parti Lojistik İşletmelerinden hizmet alan işletmelerin diğerlerine göre daha fazla değer yarattığı ve gerek müşteri memnuniyeti gerekse kârlılık ve büyüme hedeflerine ulaşma konusunda daha başarılı olduğu görülmektedir. Bu noktada lojistik işletmelerinin ürünleri zamanında ve kaliteli bir şekilde ulaştırma konusundaki başarılarını sürdürülebilir hale getirmesi yapacakları stratejik yatırımlarla doğru orantılıdır. Dolayısıyla yukarıda da değinildiği üzere söz konusu stratejik yatırım kararlarının halka açık lojistik işletmelerinin piyasa değerine de etki etmesi beklenmektedir. Bu nedenle, mevcut çalışmada lojistik işletmelerinin duyurdukları stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine olan etkisini ölçmek amacıyla Borsa İstanbul Ulaştırma endeksinde (XULAS) işlem gören işletmelerin Ocak 2014 – Aralık 2020 döneminde duyurdukları stratejik yatırım kararları 'olay çalışması' ('event study') yöntemiyle incelenmektedir. Mevcut çalışmada maddi ve finansal duran varlık edinimi ile ortak girişim gibi stratejik yatırım kararlarının lojistik sektöründeki pay senedi getirisine olan etkisinin lojistik sektörü özelinde incelenmesi olay çalışması literatürüne katkı sağlayacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde stratejik yatırım kararlarının pay getirisine olan etkisi ile ilgili literatür gözden geçirilmekte, üçüncü bölümde ise veri seti ve araştırma yöntemi anlatılmaktadır. Dördüncü bölümde olay çalışması yöntemi ile elden edilen araştırma bulguları sunulmaktadır. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulgular yorumlanmakta ve çalışma özetlenmektedir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Stratejik yatırımları inceleyen finans literatürü iki temel konu üzerinde yoğunlaşmaktadır. İlki etkin piyasalar hipotezi ile ilişkili olarak pay senedi piyasalarının stratejik yatırım duyurularına olan tepkisini ölçmek; ikincisi ise piyasaların bu tür duyurulara olan tepkisini etkileyen yatırımın niteliği ve işletmeye özgü özellikler gibi faktörleri tespit etmek üzerinedir. Etkin piyasalarda, piyasanın, yeni sermaye yatırımlarına ilişkin duyurulara, yeni yatırımın beklenen net bugünkü değerindeki değişiklik üzerinden işletmenin piyasa değerini ayarlayarak hemen tepki vermesi beklenir (Kaur ve Kaur, 2019). Pay senetleri piyasalarında, alım satım işlemleri daha çok beklentiler üzerine gerçekleştirildiğinden, bu tür duyuruların, gelecekte daha yüksek kazanç elde etme beklentisi ile alakalı olarak, ilgili işletmenin piyasa değeri üzerinde olumlu etkisi olabilir

(Kaderli ve Demir, 2009: 47; Soylu, Uygurtürk ve Korkmaz, 2018). İşletme ilgili yapılan duyurular ve açıklamalarla birlikte yatırımcılar ile işletmeler arasındaki bilgi asimetrisinin azalması yatırımcıları piyasalara katılmaya ve daha iyi tahminlerle daha iyi kararlar almaya teşvik edebilmektedir (Healy ve Palepu, 2001; Hope, 2003).

İşletmelerin stratejik sermaye yatırımı ile ilgili kararlarının pay senedi piyasalarına ne yönde etki ettiğine dair farklı bulgular sunan çok sayıda çalışma bulunmaktadır; bu nedenle söz konusu çalışmaları 'Paydaş Değeri Maksimizasyonu Hipotezi', 'Kurumsal Yatırımcılar Hipotezi' ve 'Rasyonel Beklentiler Hipotezi' olarak üç genel hipotez altında toplamak mümkündür. İlk hipotezde pay senedi piyasalarının stratejik yatırım kararlarına ilişkin yapılan duyurulara olumlu tepki vereceği öngörülmekte iken ikinci hipotezde uzun vadeli ve belirsiz getirileri olan (Ar-Ge projeleri gibi) stratejik yatırım kararlarına ilişkin duyuruların pay senetleri getirilerine olumsuz yönde etki edeceği varsayılmaktadır. Ekonomideki tam rekabet piyasası teorisinden türetilen üçüncü hipotezde ise pay piyasalarının stratejik sabit yatırım kararlarına ilişkin duyurulara hızlı veya güçlü tepki vermeyeceği öngörülmektedir (Woolridge ve Snow, 1990).

'Paydaş Değeri Maksimizasyonu Hipotezi' kapsamında yürütülen öncü çalışmalarda McConnell ve Muscarella (1985) stratejik yatırım kararlarındaki artışların(azalışların) pay senedi fiyatlarına olumlu (olumsuz) etki ettiğine dair kanıtlar ortaya koyarken bir diğer çalışmada ise McConnell ve Nantell (1985) iş ortaklıklarına ilişkin duyuruların günün sonunda pay senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca, Woolridge ve Snow (1990) 102 sektörde 248 şirketin duyurduğu 767 stratejik yatırım kararını incelemişler ve pay senetlerinin stratejik yatırımlara ilişkin duyurulara 'Paydaş Değeri Maksimizasyonu Hipotezi' ile uyumlu olarak olumlu yönde tepki verdiğini kanıtlamışlardır.

İşletmelerin duyurdukları yatırımların niteliği pay senedi piyasalarının farklı tepkiler vermesine neden olmaktadır. Bu bağlamda, Chung vd. (1998) 1981-1995 yılları arasındaki sabit sermaye yatırımlarına ilişkin toplam 308 duyuruyu incelemişler ve sonuç olarak piyasanın daha kaliteli yatırım fırsatı içeren duyurulara daha olumlu tepki verdiğini belirlemişlerdir. Chen vd., (2000) ve Chen vd., (2001) Singapur ve Tayvan'daki halka işletmelerin uluslararası iş ortaklığına dair yaptıkları duyuruları incelemişler ve yatırım fırsatı sunan işletmelere piyasaların önemli ölçüde olumlu tepki verdiğini bulgulamışlardır. Benzer şekilde Jones vd., (2004) 1991-1996 döneminde Birleşik Krallıktaki işletmeler tarafından yapılan 402 yatırım duyurusunu incelemişler ve sonuç olarak piyasaların, yatırım fırsatlarından faydalanma şeklinde kategorize edilebilecek yatırımlardan ziyade gelecekte daha fazla değer yaratmak için yapılan yatırımlara daha olumlu tepki verdiğini kanıtlamışlardır. Bunun yanında, duyurulan yatırımların niteliğinin yanı sıra yatırım büyüklüğünün de pay piyasalarının daha olumlu tepki vermesine neden olduğu da yapılan çalışmalarla desteklenmiştir (Woolridge ve Snow, 1990; Burton vd., 1999; Jones vd., 2004; Gupta ve Banga, 2009, Kaur ve Kaur, 2019).

Literatürde, piyasanın stratejik yatırım duyurularına olumsuz yönde tepki vereceğini öngören 'Kurumsal Yatırımcılar Hipotezi'ni destekler nitelikte çalışmalar da bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalarda, Chang ve Chen (2002) yurt içinde gerçekleştirilen işbirliklerine piyasaların olumsuz yönde tepki verdiğini ortaya koyarken Srinivasan, Thenmozhi ve Vijayaraghavan (2005) işletme birleşmeleri, işbirlikleri, sabit sermaye yatırımları ve Ar-Ge harcamalarından oluşan stratejik yatırımların pay senedi getirisine olumsuz anlamda etki ettiğini tespit etmişlerdir.

Stratejik yatırım duyurularına karşı piyasaların verdiği tepkiye ilişkin bir diğer konu da işletmeye özgü niteliklerdir. Yapılan çalışmalarda işletme büyüklüğü, ortaklık yapısı ve işletme performansı gibi işletmeye özgü özelliklerin pay getirisi üzerinde önemli etkisi olduğu görülmektedir (Chen vd., 2000; Chen vd., 2001; Jones vd., 2004; Kaur ve Kaur, 2019).

Literatürde mevcut çalışmanın araştırma amacıyla benzer bir şekilde lojistik sektörü özelinde çeşitli duyuruların pay senedi getirisine etkisini ölçmeyi amaçlayan çalışmalar da bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalarda genelde işletme birleşmeleri ve satın almalara ilişkin duyuruların pay senedi getirisine etkisi ele alınmaktadır. Bu kapsamda, lojistik sektöründe birleşme ve satın almalara ilişkin alınan kararların pay senedi getirisine önemli derecede etki ettiği gözlemlenmektedir (Darkow vd., 2008; Kiesel vd., 2017). Bunun yanında, lojistik sektöründe, özellikle hava yolu taşımacılığında, yeni kaynaklar yaratmaya yönelik işbirliklerine de piyasanın yine olumlu tepki verdiği görülmektedir (Wassmer ve Dussauge, 2012).

Lojistik sektöründe kalite, güvenlik ve sürdürülebilirlik alanındaki ödül duyurularına ilişkin piyasaların tepkisini ölçmek için yapılan çalışmada ise Eroglu, Kurt ve Elwakil (2016) piyasanın ödül duyurularına olumlu tepki verdiğini göstermişlerdir. Ayrıca, sürdürülebilirlik ödüllerinin pay senedi getirisi üzerinde daha fazla etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ülkemizde de stratejik yatırımlara ilişkin duyulara üzerine yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Çeşitli sektör ve endeks örneklemeleri ile yapılan çalışmalarda stratejik yatırımlar, geniş anlamda yatırımlar, maddi duran varlık alımları, yurtdışı yatırımlar ve finansal duran varlık edinimlerini içerecek şekilde ele alınmıştır.

Maddi duran varlık yatırımları kapsamında yapılan çalışmalarda, söz konusu yatırımların pay senedi getirisine etkisinin olmadığı gözlemlenirken (Özbebek vd. 2011; Soylu vd., 2018; Delikanlı, 2020) yalnızca yapılan yatırımların niteliği göz önüne alındığında bir etkiden söz edilebileceği sonucuna ulaşıldığı (Özbebek vd., 2011) görülmektedir.

Yapılan yatırımların geniş anlamda ele alındığı çalışmalarda ise Kaderli ve Demir (2009) özellikle kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri sektörü ve metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyet gösteren işletmeler tarafından yapılan duyuruların yüksek düzeyde aşırı getiri sağladığını bunun yanında gıda, içki ve tütün sektörü ve taş ve toprağa dayalı sanayi sektöründeki duyuruların daha düşük düzeyde olumlu aşırı getirilere neden olduğunu saptamışlardır. Buna ek olarak, sadece metal sektöründeki duyuruların negatif aşırı getiriye neden olduğunu da belirlemişlerdir. Elbir ve Kandır (2017) ise 2005-2015 döneminde demir-çelik işletmelerinin yaptığı yatırım duyurularını ele almışlar ve benzer bir şekilde yatırım duyurularının pay performansı üzerinden önemli derecede olumlu etkisi olduğu kanıtlanmışlardır. Ayrıca, Kandır ve Elbir (2017) borsada işlem gören enerji işletmeleri tarafından 2005-2015 döneminde yapılan yatırım duyurularının pay senedi getirisine olan etkisini incelemişler ve sonuç olarak yapılan duyuruların pay senedi getirisine olumlu yönde etki ettiğini bulmuşlardır.

Yurt dışı yatırımlara ilişkin duyuruların pay senedi getirisine olan etkisinin incelendiği bir başka çalışmada Karacaer ve Özek (2009) piyasanın yurt dışı yatırımlara ilişkin yapılan duyurulara olumlu tepki verdiğini göstermişlerdir.

Finansal duran varlık edinimleri ile ilgili yapılan duyurular ele alındığında ise Delikanlı (2020), Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların Ocak 2015- Aralık 2019 döneminde bankaların finansal duran varlık yatırımı ile ilgili kararlarına piyasanın istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermediğini ortaya koymuştur.

Yatırım kararlarının yanı sıra maddi duran varlık satışlarının ele alındığı çalışmada Otlı, Ölmez ve Ceyhan (2012) maddi duran varlık satışlarından elde edilen kazancı borç ödeme için kullanan işletmelerde yapılan işlemin pozitif birikimli aşırı getirilere neden olduğunu buna karşın maddi duran varlık satışından elde edilen kazancı erteleyen işletmelerde ise sifıra yakın olumsuz veya olumlu getirilere neden olduğunu kanıtlamışlardır.

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde ülkemizdeki çalışmaların stratejik yatırımlar konusunda maddi duran varlık yatırımları başta olmak üzere farklı yatırım kararları üzerinde yoğunlaştığı ve sonuçlar açısından değerlendirildiğinde ise yapılan duyuruların pay senedi getirisine ilişkin etkileri noktasında birbirinden farklı bulgulara ulaşıldığı gözlemlenmektedir. Bu nedenle, mevcut çalışmanın günümüzün en kritik sektörlerinden lojistik sektörü özelinde maddi duran varlık ve finansal duran varlık edinimiyle birlikte ortak girişim gibi stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine olan etkisini ölçmeyi amaçlaması literatüre kayda değer katkı sağlayacaktır. Sonuçta çalışmanın hipotezi aşağıdaki gibi belirlenmektedir:

H₁: Lojistik sektöründe stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi vardır.

3. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Mevcut çalışmada, 'Paydaş Değeri Maksimizasyonu Hipotezinden' hareketle lojistik sektöründe stratejik yatırımlara ilişkin duyuruların pay senedi getirilerine olan etkisini tespit etmek amacıyla BIST Ulaştırma endeksinde (XULAS) işlem gören işletmelerin Ocak 2014 – Aralık 2020 döneminde yaptıkları duyurular incelenmektedir. Bu amaçla, BIST Ulaştırma endeksindeki (XULAS) 8 işletmenin maddi duran varlık alımı, finansal duran varlık edinimi, girişimler ve uçak alımı gibi faaliyetlerine stratejik yatırım kararları olarak esas alınmıştır. Duyuruların toplanması sırasında bir işletmenin ilgili dönemde konuyla ilgili herhangi bir duyuru yapmadığı tespit edilmiş ve örneklemden çıkarılmıştır. Araştırmaya dahil edilen 7 işletme Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. BIST Ulaştırma Endeksinde İşlem Gören ve Araştırma Konuya Olan İşletmeler

BIST Kodu	İşletme Adı
BEYAZ	BEYAZ FİLO OTO KİRALAMA A.Ş.
CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
DOCO	DO & CO AKTIENGESELLSCHAFT
GSDDE	GSD DENİZCİLİK GAYRİMENKUL İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK TİCARET A.Ş.
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.

Stratejik yatırımlara ilişkin duyurular Kamu Aydınlatma Platformundan derlenmiştir. Sonuç olarak Ocak 2014 – Aralık 2020 döneminde toplam 46 duyuru toplanmıştır. Derlenen duyurulara ilişkin detaylar Tablo 2'de sunulmaktadır.

Elde edilen duyuruların pay senedi getirisine olan etkisi 'olay çalışması' (event study) yöntemi ve piyasa modeli kullanılarak incelenmektedir. Olay çalışması yöntemi belirli bir olayın işletmenin pay senedi fiyatı üzerindeki etkisinin değerlendirilmesini sağlayan bir deneysel finansal araştırma tekniğidir (Bodie, Kane ve Marcus, 2018: 343). Olay çalışmasında öncelikle pay senedi getirisini etkileme potansiyeli olan olayın tanımlanması gerekmektedir. Olay tanımlandıktan sonra, olaya ilişkin duyurunun yapıldığı tarih olay günü olarak belirlenir (t=0). Daha sonra nesnel ve yansız bir olay çalışması için (i) pay senedinin olağan hareketlerinin ve bir dış endeks veya endekslerle korelasyonunun ölçüleceği tahmin penceresi belirlenir; (ii) tahmin penceresindeki olağan hareketleri ölçmek için kullanılacak endeks veya endeksler tespit edilir; (iii) pay senedinin aşırı getirisinin ölçüleceği olay penceresi belirlenir; (iv) incelenecek verilerin

gözlem sıklığına karar verilir (günlük, haftalık, aylık vs.); ve (v) pay fiyatının hangi değer üzerinden ölçüleceğine (kapanış fiyatı, günlük ortalama fiyat vs.) karar verilir (Krivin vd., 2003).

Tablo 2. Ocak 2014 – Aralık 2020 Döneminde Yapılan Stratejik Yatırım Duyuruları

İşletme Kodu	Duyuru Tarihi	Duyuru Saati	Açıklama
BEYAZ	9.01.2020	18:42	Maddi Duran Varlık Alımı
BEYAZ	15.06.2015	18:11	Finansal Duran Varlık Edinimi
CLEBI	21.01.2020	09:29	Finansal Duran Varlık Edinimi
CLEBI	20.05.2019	18:01	Finansal Duran Varlık Edinimi
CLEBI	19.06.2017	10:39	Finansal Duran Varlık Edinimi
DOCO	13.03.2014	13:24	Finansal Duran Varlık Edinimi
GSDDE	2.08.2016	17:48	Maddi Duran Varlık Alımı
PGSUS	23.12.2020	09:46	Uçak Kiralama
PGSUS	9.01.2020	18:19	Hangar Yatırımı
PGSUS	21.12.2017	08:00	Uçak Sipariş
PGSUS	14.06.2017	10:05	Finansal Duran Varlık Edinimi
PGSUS	8.03.2017	22:25	İştirak Payı Edinimi
PGSUS	20.07.2016	21:30	Uçak Siparişi
PGSUS	30.05.2016	15:58	Finansal Duran Varlık Edinimi
PGSUS	18.03.2016	08:53	Bağlı Şirket Kurulumu
PGSUS	1.03.2016	17:40	Uçak Alımı
PGSUS	29.06.2015	08:36	Ortak Girişim
PGSUS	26.03.2015	17:43	Finansal Duran Varlık Edinimi
RYSAS	6.10.2020	08:37	Konteyner Alımı
RYSAS	21.12.2015	17:44	Finansal Duran Varlık Edinimi
THYAO	4.09.2020	16:15	Yeni Şirket Kurulumu
THYAO	18.09.2019	12:01	Ortak Girişim
THYAO	17.07.2019	16:04	Ortaklık
THYAO	22.11.2018	18:23	Kargo Uçak Alımı
THYAO	26.09.2018	09:33	Yeni Şirket Kurulumu
THYAO	12.09.2018	16:55	Ortak Girişim Şirketi
THYAO	11.06.2018	11:44	Ortak Girişim İyi Niyet Anlaşması
THYAO	29.05.2018	13:46	Maddi Duran Varlık Alımı
THYAO	20.04.2018	15:10	Ortak Girişim
THYAO	9.03.2018	19:36	Kargo Uçak ve Geniş Gövde Uçak Alımı
THYAO	5.01.2018	19:44	Geniş Gövde Uçak Alım Niyeti
THYAO	29.12.2017	16:29	Kargo Uçak Alımı
THYAO	17.11.2017	14:53	Yeni Şirket Kurulumu
THYAO	25.08.2017	11:45	Uçak Alımı
THYAO	5.12.2016	10:27	Uçak Alımı
THYAO	10.09.2016	12:08	Uçak Alımı
THYAO	20.05.2016	16:05	Uçak Kiralanması
THYAO	14.04.2016	13:07	Uçak Alımı
THYAO	12.04.2016	13:21	Uçak Kiralanması
THYAO	19.02.2016	19:05	Uçak Kiralanması
THYAO	27.11.2015	19:12	Uçak Siparişi
THYAO	3.04.2015	09:50	Uçak Kiralanması
THYAO	9.03.2015	09:19	Kargo Uçak Alımı
THYAO	23.12.2014	17:37	Uçak Siparişi
THYAO	9.06.2014	17:08	Uçak Siparişi
THYAO	5.03.2014	17:59	Uçak Kiralanması

Buna göre olay gününün tespiti için seans bitimine kadar yapılan duyurular için aynı gün olay günü olarak belirlenirken, seans bitiminden sonra yapılan duyurular için takip eden ilk işlem günü esas alınmıştır. Pay getirilerinin incelendiği süre olarak ifade edilen tahmin penceresi, araştırmacının mesleki yargısına bağlı olmasına rağmen modelin tahmin kalitesini arttırmak için

yeterli sayıda gözlem içerecek kadar uzun ve zaman serisindeki durağanlığı sağlamak için de yeterince kısa olmalıdır (Kothari ve Warner, 2005, akt. Kaur ve Kaur, 2019:7). Bu bağlamda, literatürde tahmin penceresi için günlük veriler dikkate alındığında çeşitli uzunluktaki süreler kullanılmakla birlikte mevcut çalışmada tahmin penceresi Delikanlı (2020)'nin kullandığı gibi 200 gün; olay penceresi ise stratejik yatırım duyurusunun yapıldığı günün ($t=0$), 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası ($t-5$; $t+5$) olarak belirlenmiştir. Getiriler hesaplanırken zaman serisindeki işlem gününe ilişkin kapanış fiyatları esas alınmıştır.

Olay çalışmalarındaki en önemli nokta, olay anında pay senedi performansının olması gereken (beklenen) getiriden ne ölçüde farklı olduğunu diğer bir ifadeyle ne ölçüde aşırı getiri sağladığını değerlendirmektir (Brown ve Warner, 1980). Aşırı getiri ise olayın duyurulmasıyla veya gerçekleşmesiyle birlikte ortaya çıkan pay senedi fiyatı ile pay senedinin gerçekte olması gereken fiyatı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Bodie vd., 2018: 344).

Buna göre aşırı getiriyi hesaplayabilmek için öncelikle olması gereken diğer bir ifadeyle beklenen getiriyi hesaplamak gerekmektedir. Beklenen getiriyi hesaplamak için ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve piyasa ve risk temelli model olmak üzere üç farklı yöntem bulunmaktadır (Brown ve Warner, 1980). Bu çalışmada, beklenen getiriyi hesaplamak için diğer modellere göre üstünlüğü yapılan çalışmalarla desteklenen (Brown ve Warner, 1980; Armitage, 1995) ve literatürde çokça kullanılan piyasa modeli tercih edilmektedir (Özbebek vd., 2011; Soylu vd., 2018; Delikanlı, 2020). Pay senedi getirisi ile piyasa getirisi arasında doğrusal bir bağlantı olduğu varsayımına dayanan piyasa modeli aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (MacKinlay, 1997):

$$E(r_{it}) = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemden;

$E(r_{it})$: i pay senedinin t günündeki beklenen getirisini

α_i : piyasa modeli sabit terimini

β_i : piyasa modelinde pay senedi getirisinin BIST 100 endeksi ile ilişkisini

r_{mt} : BIST 100 endeks getirisini

ε_{it} : i pay senedinin t günündeki hata terimini göstermektedir.

Denklemin 1'de i pay senedi için normal (beklenen) getiri hesaplandıktan sonra tahmin penceresindeki ($t_1=-5$; $t_2=+5$) aşırı getiriyi hesaplamak için aşağıdaki denklem 2 kullanılmaktadır:

$$AR_{it} = r_{it} - E(r_{it}) \quad (2)$$

$$AR_{it} = r_{it} - [\alpha_i + \beta_i \times r_{mt}]$$

Yukarıdaki denklemlerle aşırı getirileri elde ettikten sonra stratejik yatırım duyurularından 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasına ilişkin ortalama (AAR) ve kümülatif ortalama aşırı getiriler (CAAR) hesaplanmaktadır:

$$AAR_i = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n AR_t$$

$$CAAR_{i(t_1, t_2)} = \frac{1}{n} \times \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Son olarak stratejik yatırımlara ilişkin duyuruların pay getirilerine olan etkisini tespit etmek amacıyla hesaplanan ortalama ve kümülatif getiriler tek örneklem t-testi ile değerlendirilmektedir. Tek örneklem t-testi hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H_0 : $AAR = 0$ Ortalama aşırı getirilerin ortalaması sıfıra eşittir stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi yoktur.

H_1 : $AAR \neq 0$ Ortalama aşırı getirilerin ortalaması sıfırdan farklıdır ve stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi vardır.

H_0 : $CAAR = 0$ Kümülatif ortalama aşırı getirilerin ortalaması sıfıra eşittir stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi yoktur.

H_1 : $CAAR \neq 0$ Kümülatif ortalama aşırı getirilerin ortalaması sıfırdan farklıdır ve stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi vardır.

4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Stratejik yatırım kararlarının lojistik işletmelerinin pay senedi getirisine ne ölçüde etki ettiğini tespit etmek için kullanılan piyasa modeli sonucunda duyuru gününün 5 gün öncesi (t-5), duyuru günü ile duyuru gününün 5 gün sonrasına (t+5) ilişkin ortalama aşırı getiri (AAR) ve kümülatif ortalama aşırı getiri (CAAR) değerleri hesaplanmıştır. Söz konusu getiri değerleri için tanımlayıcı istatistik verileri Tablo 3'te sunulmaktadır. AAR değerleri incelediğinde, olay günü dışında, ortalama aşırı getirilerin eksi değerler aldığı diğer bir ifadeyle yatırımcıların stratejik duyurulara olay günü haricinde olumsuz anlamda tepki verdiği görülmektedir. Ayrıca tahmin penceresinde günlük ortalama aşırı getirilerin mutlak değerinin %1'i aşmadığı, ilgili dönemde en fazla %9,5'lük bir getiri gözlemlenirken, en büyük getiri kaybının da yine %9,2 seviyesinde olduğu görülmektedir.

Tahmin penceresindeki kümülatif ortalama aşırı getiri (CAAR) verileri gözden geçirildiğinde ise yatırımcıların ilgili dönemdeki duyurulara olumsuz yönde tepki verdiği ve en büyük ortalama kümülatif getirinin ise olay gününü takip eden 1. günün sonunda %20 olarak gerçekleştiği tespit edilmektedir. Diğer taraftan kümülatif anlamda en büyük kaybın ise %22 olduğu gözlemlenmektedir.

Elde edilen ortalama getiri verilerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test edebilmek için tek örneklem t-testi kullanılmaktadır. Testin uygulanabilmesi için öncelikle getiri verilerinin normal dağılıp dağılmadığı gözden geçirilmelidir. Bu amaçla örneklemdeki gözlem sayısının 30'dan büyük ($n > 30$) olması nedeniyle normal dağılım testi için Kolmogorov-Smirnov normallik testi uygulanmıştır. AAR hem CAAR değerleri için Kolmogorov-Smirnov normallik testi sonuçları Tablo 4'te sunulmaktadır.

Tablo 3. AAR ve CAAR Değerleri İçin Tanımlayıcı İstatistikler

AAR değerleri için tanımlayıcı istatistikler								
	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	En küçük	En Büyük	Çarpıklık	Basıklık	N
t+5	-0,0005	-0,0016	0,01594	-0,032	0,059	1,492	4,663	46
t+4	-0,0041	-0,003	0,02083	-0,092	0,029	-1,941	6,603	46
t+3	-0,0026	-0,0021	0,01166	-0,039	0,020	-0,699	1,436	46
t+2	-0,0038	-0,0062	0,02248	-0,043	0,095	1,751	7,218	46
t+1	-0,0012	-0,0013	0,02014	-0,043	0,052	0,23	0,342	46
t=0	0,0014	0,0029	0,01511	-0,022	0,045	0,477	0,095	46
t-1	-0,0031	-0,0065	0,02199	-0,075	0,067	0,401	3,715	46
t-2	-0,001	-0,0003	0,01917	-0,044	0,054	-0,122	0,94	46
t-3	-0,0036	-0,0065	0,02142	-0,054	0,052	0,496	1,084	46
t-4	-0,0048	-0,0092	0,02291	-0,085	0,081	0,405	6,288	46
t-5	-0,0072	-0,0096	0,01843	-0,032	0,079	2,366	9,506	46
CAAR değerleri için tanımlayıcı istatistikler								
	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	En küçük	En Büyük	Çarpıklık	Basıklık	N
t+5	-0,0296	-0,0357	0,0702	-0,22	0,16	0,221	2,474	46
t+4	-0,0292	-0,0263	0,06666	-0,20	0,18	0,353	2,776	46
t+3	-0,0255	-0,0308	0,05888	-0,19	0,16	0,425	2,327	46
t+2	-0,0229	-0,026	0,0591	-0,17	0,16	0,675	2,032	46
t+1	-0,019	-0,0265	0,05836	-0,17	0,20	0,961	3,889	46
t=0	-0,0178	-0,0204	0,05563	-0,14	0,17	0,664	2,484	46
t-1	-0,0191	-0,0259	0,05392	-0,16	0,15	0,444	2,559	46
t-2	-0,0163	-0,0192	0,04455	-0,11	0,10	0,302	1,327	46
t-3	-0,0154	-0,013	0,03797	-0,09	0,14	1,37	5,438	46
t-4	-0,0117	-0,0147	0,03606	-0,09	0,17	2,609	12,901	46
t-5	-0,0072	-0,0096	0,01843	-0,03	0,08	2,366	9,506	46

Tablo 4. AAR ve CAAR Değerleri İçin Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları

AAR		CAAR	
Gün	İstatistik Değeri	Olay Penceresi	İstatistik Değeri
t+5	0,136	t-5, t+5	0,144
t+4	0,166	t-5, t+4	0,142
t+3	0,116*	t-5, t+3	0,109*
t+2	0,14	t-5, t+2	0,135
t+1	0,06*	t-5, t+1	0,137
t=0	0,077*	t-5, t=0	0,123*
t-1	0,168	t-5, t-1	0,142
t-2	0,092*	t-5, t-2	0,107*
t-3	0,111*	t-5, t-3	0,139
t-4	0,147	t-5, t-4	0,199
t-5	0,112*	t-5	0,112*

*önemlilik derecesi >0,05

Normallik testi sonuçlarına bakıldığında AAR değerleri için olay gününde (t=0), olay gününü takip eden 1. (t+1) ve 3. (t+3) günlerde ve olay gününden önceki 2. (t-2) ve 5. (t-5) günlerde önemlilik derecesinin %5'ten büyük olduğu ve verilerin normal dağıldığı diğer günlerde verilerin normal dağılmadığı tespit edilmiştir. CAAR verileri için de yine olay gününde (t=0), olay gününü takip eden 3. (t+3) günde ve olay gününden önceki 2. (t-2) ve 5. (t-5) günlerde önemlilik derecesinin %5'ten büyük olduğu ve verilerin normal dağıldığı diğer günlerde normal dağılmadığı belirlenmiştir.

Son aşamadan araştırma hipotezinin test edilebilmesi için normal dağılım gösteren hem AAR hem CAAR verileri için tek örneklem t-testi ve tüm veriler için parametrik olmayan tek örneklem Wilcoxon işaret testi uygulanmıştır. Tek örneklem testi sonuçları Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5. AAR ve CAAR Değerleri için Tek Örneklem Testi Sonuçları

AAR			CAAR		
	Tek Örneklem t-testi	Parametrik Olmayan Wilcoxon İşaret Testi		Tek Örneklem t-testi	Parametrik Olmayan Wilcoxon İşaret Testi
Gün	t- istatistiği	P Değeri	Olay Penceresi	t- istatistiği	P Değeri
t+5	-	0,350	t-5, t+5	-	0,001**
t+4	-	0,373	t-5, t+4	-	0,000**
t+3	-1,516	0,203	t-5, t+3	-2,94**	0,001**
t+2	-	0,046*	t-5, t+2	-	0,002**
t+1	-0,416	0,596	t-5, t+1	-	0,005**
t=0	0,643	0,650	t-5, t=0	-2,167*	0,008**
t-1	-	0,044*	t-5, t-1	-	0,003**
t-2	-0,362	0,943	t-5, t-2	-2,48*	0,005**
t-3	-1,133	0,105	t-5, t-3	-	0,001**
t-4	-	0,029*	t-5, t-4	-	0,001**
t-5	-2,636*	0,001**	t-5	-2,636*	0,001**

*önemlilik derecesi <0,05
** önemlilik derecesi <0,01

Tek örneklem testinin sonuçları incelediğinde ortalama aşırı getirilerinin (AAR) t istatistik değerinin yalnızca duyuru gününden 5 gün önce (t-5) %5 önemlilik derecesinde anlamlı bulunarak AAR ortalama değerlerinin sıfıra eşit olduğunu iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir ifadeyle, olay gününden önceki 5. Günde t istatistiğinin negatif değer alması yatırımcıların stratejik yatırım duyurusuna anlamlı olarak olumsuz tepki vermişlerdir. Bununla birlikte, medyan değerinin sıfıra (0) eşit olup olmadığını test etmek için uygulanan parametrik olmayan Wilcoxon işaret testinde ise olay gününden sonraki 2. Gün (t+2), olaydan önceki 3. Gün (t-3) ve yine olaydan önceki 4. Gün (t-4) günde sonuçlar %1 önemlilik derecesinde anlamlı bulunurken olaydan önceki 5. Günde (t-5) %5 önemlilik derecesinde anlamlı bulunmuştur. AAR verilerinin medyan değerinin negatif değerli olduğu düşünüldüğünde yine söz konusu günlerde

yatırımcılar stratejik yatırım kararlarına istatistiksel anlamlı bir şekilde olumsuz tepki vermişlerdir.

Kümülatif ortalama aşırı getiri verileriyle (CAAR) ilgili test sonuçlarında ise olay gününden sonraki 3. Gündeki (t-5, t+3) kümülatif getirilerin %1 önemlilik düzeyinde anlamlı olduğu olay gününde (t=0) olay gününden önceki 2. (t-5, t-2) ve 5. Günlerde (t-5) ise %5 önemlilik düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilerek CAAR ortalama değerlerinin sıfıra eşit olduğunu iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. İlgili günlerdeki t istatistiği değerlerinin negatif olduğu göz önüne alındığında lojistik sektöründeki stratejik yatırımlara ilişkin duyurulara yatırımcıların olumsuz tepki verdiği görülmektedir. Ayrıca, CAAR medyan değerinin sıfıra ('0') eşit olup olmadığını test etmek için uygulanan parametrik olmayan Wilcoxon işaret testinde ise olay penceresindeki bütün günlerde sonuçlar %1 önemlilik derecesinden anlamlı bulunmuştur. Olay penceresindeki medyan değerlerinin negatif değerli olması yatırımcıların stratejik yatırım duyurularına olumsuz yönde tepki verdiğini göstermektedir. Sonuçlar genel anlamda düşünüldüğünde çalışmanın başında kurduğumuz H_1 : Lojistik sektöründe stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi vardır hipotezi desteklenmektedir.

Araştırma sonucunun yatırım duyurularının pay senedi getirilerine etki ettiğine ilişkin sunduğu bulgular 'pay senedi getirisine etki etme' sonucu bakımından literatürle uyumludur (Kaderli ve Demir, 2009; Elbir ve Kandır, 2017; Kandır ve Elbir, 2017). Ayrıca, elde edilen bulgular yatırımcıların stratejik yatırım duyurularına olumsuz anlamda tepki vermesi bakımından Chang ve Chen (2002) ile Srinivasan vd. (2005) tarafından ortaya konulan sonuçlarla tutarlıyken Kaderli ve Demir (2009) ile Delikanlı (2020)'nin bulgularıyla kısmen örtüşmektedir. Araştırma bulguları, öte yandan, Woolridge ve Snow (1990) tarafından öne sürülen 'Kurumsal Yatırımcılar Hipotezi' kapsamında ileri sürülen uzun vadeli stratejik yatırım kararlarına ilişkin duyuruların pay senetleri getirilerine olumsuz yönde etki edeceği varsayımını destekler niteliktedir.

Diğer taraftan, çalışmada elde edilen bulgular etkin piyasalar hipotezi kapsamında ele alındığında -ki etkin bir piyasada pay senedi fiyatının mevcut bilgileri tam anlamıyla yansıtması beklenmektedir (Fama, 1970), hem olay gününden önceki 5 gün boyunca hem de olay gününden sonraki 5 gün boyunca kümülatif ortalama aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı bulunması piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığı sonucunu vermektedir. Piyasa etkinliği kapsamında elde edilen bulgular, piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığına ilişkin Eyuboglu ve Bulut (2015), Elbir ve Kandır (2017) ile Kandır ve Elbir (2017)'in elde ettiği sonuçlarla tutarlı görünmektedir.

5. SONUÇ

Gelişen teknoloji ve küreselleşme ile birlikte dünyada ticaret hacminin artması lojistiğin önemini giderek arttırmaktadır. Bu bağlamda, güçlü lojistik ağları için yatırım yapan ya da bu anlamda etkin 3. Parti lojistik işletmelerinden hizmet alan işletmelerin performans hedeflerini yakalamaları ve daha sürdürülebilir bir performans göstermeleri beklenmektedir. Günümüz ekonomisinde lojistik anlamında dış kaynak kullanımı da belirgin bir artış göstermektedir. Bu anlamda, lojistik hizmeti sağlayan işletmelerin daha iyi hizmet sağlamak amacıyla yaptıkları stratejik yatırımların hizmet alan işletmelerin performans göstergeleri üzerinde etkisi olacaktır.

Bu amaçla mevcut çalışmada, lojistik sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin aldığı stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine olan etkisi incelenmektedir. Stratejik yatırım kararları; maddi duran varlık edinimi, finansal duran varlık edinimi, uçak alımı ve kiralanması ile ortak girişim açıklamalarından oluşmaktadır. Araştırmada Borsa İstanbul Ulaştırma endeksinde (XULAS) işlem gören 7 işletmenin Ocak 2014 – Aralık 2020 döneminde 46 adet stratejik yatırım

kararını Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla duyurdukları tespit edilmiştir. Söz konusu duyurular olay çalışması ('event study') yöntemiyle ve piyasa modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular yatırımcıların stratejik yatırım duyurularına hem ortalama aşırı getiri hem de kümülatif ortalama aşırı getiri anlamında olumsuz yönde tepki verdiğini göstermektedir. Literatürdeki çalışmaların genelinin aksine stratejik yatırım kararlarına pay senetlerinin olumsuz tepki vermesi Woolridge ve Snow (1990) tarafından ileri sürülen 'Kurumsal Yatırımcılar Hipotezi' kapsamında uzun vadeli stratejik yatırım kararlarına ilişkin duyuruların pay senetleri getirilerine olumsuz yönde etki edeceği varsayımını desteklemektedir. Ortaya çıkan sonucu birden fazla nedene bağlamak mümkündür. İlki yatırımcıların işletmenin yatırım stratejisine, yatırım ile ilgili gelecekteki beklentilere, yönetimin yatırım projesini başarılı bir şekilde uygulayabileceğine veya duyurulan yatırımın zamanlamasına şüpheyile yaklaşmış olmaları; ikincisi ise, yatırımcıların yöneticilerin negatif net bugünkü değerlere sahip yatırımlara girişmiş olma ihtimalini düşünmeleridir. Bu durum, vekalet maliyeti teorisinin bir sonucu olarak yöneticilerin çıkarlarının paydaşların çıkarlarıyla çatışmasının bir sonucu da olabilir. Yatırımcıların bütün yatırım kararlarına tek düze olumlu ya da olumsuz tepki vermemesi diğer bir ifadeyle literatürde bununla ilgili farklı kanıtların öne sürülmesi duyurulan yatırımların yatırımcılar tarafından iyi yatırımlar ya da kötü yatırımlar olarak ayrıştırıldığının da bir göstergesidir. Yatırımcılar tarafından bu şekilde ayrıştırılan yatırımların yöneticilerin gelecekte daha sağlıklı karar vermelerini sağlayacağı muhtemeldir (Woolridge ve Snow, 1990). Bunların yanında, yatırımcıların stratejik yatırımlardan gelecekte elde edilecek nakit akışlarından ziyade bugünkü nakit çıkışlarını göz önüne almaları ile birlikte piyasaların bilgi anlamında yeterince etkin olmaması sebebiyle pay senedi fiyatının firma değerini doğru biçimde yansıtması olumsuz tepkinin diğer nedenleri arasında gösterilebilir.

Mevcut çalışmanın olay çalışması modeli kapsamında lojistik sektöründe yapılan stratejik yatırım duyularını ele alması literatüre katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte, çalışmanın yalnızca 7 işletme üzerinde ve sadece maddi duran varlık edinimi, finansal duran varlık edinimi gibi stratejik yatırım kararlarını içermesi araştırma kapsamını sınırlandırmaktadır. Sonraki çalışmalarda maddi duran varlık satışı ve finansal duran varlıkların elden çıkarılmasına yönelik kararlar ile birlikte daha fazla işletme ve gözlem içeren çalışmalar lojistik sektörü kapsamında stratejik yatırım kararlarının pay senedi getirisine etkisi konusunda literatüre farklı bir boyut katacaktır.

KAYNAKÇA

- Aktas, E., Agaran, B., Ulengin, F. and Onsel, S. (2011). The Use of Outsourcing Logistics Activities: The Case of Turkey. *Transportation Research Part C: Emerging Technologies*, 19 (5), 833-852. <https://doi.org/10.1016/j.trc.2011.02.005>.
- Alkaraan, F. and Northcott, D. (2013). Strategic Investment Decision-Making Processes: The Influence of Contextual Factors, *Meditari Accountancy Research*, 21(2), 117-143. <http://dx.doi.org/10.1108/MEDAR-09-2012-0031>.
- Armitage, S. (1995). Event Study Methods and Evidence on Their Performance. *Journal of Economic Surveys*, 8(4), 25-52. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.1995.tb00109.x>.
- Arvis, J.-F., Ojala, L., Wiederer, C., Shepherd, B., Raj, A., Dairabayeva, K. and Kiiski, T. (2018). Connecting to Compete 2018: Trade Logistics in the Global Economy - the Logistics Performance Index and its Indicators. *World Bank*, [Online] <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29971/LPI2018.pdf?sequence=51&isAllowed=5> [Erişim Tarihi: 15 Ocak 2021].

- Babacan, M. (2003). Lojistik Sektörünün Ülkemizdeki Gelişimi ve Rekabet Vizyonu. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 3 (1), 8-15. <https://dergipark.org.tr/en/pub/eab/issue/39834/472275>.
- Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A. J. (2018). *Investments (11. Basım)*. New York: McGraw-Hill.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. ve Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance (13. Basım)*. New York: McGraw-Hill.
- Brown S.J. and Warner J.B. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1).
- Burton, B. M., Lonie, A. A. and Power, D. M. (1999). The Stock Market Reaction to Investment Announcements: The Case of Individual Capital Expenditure Projects. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5-6), 681-709. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00271>.
- Chang, S. C. and Chen, S. S. (2002). The Wealth Effect of Domestic Joint Ventures: Evidence from Taiwan. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(1-2), 201-222. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00429>.
- Chen, S. S., Chung, L. I. and Chung, T. Y. (2001). Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments İn China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16(4), 299-310. <https://doi.org/10.1023/A:1011270824166>.
- Chen, S. S., Ho, K. W., Lee, C. F. and Yeo, G. H. H. (2000). Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures. *Journal of Banking and Finance*, 24(11), 1747-1765. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00103-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00103-X).
- Chung, K. H., Wright, P. and Charoenwong, C. (1998). Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions. *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 41-60. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00021-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00021-6).
- Darkow, I., Kaup, C. and Schiereck, D. (2008). Determinants of Merger & Acquisition Success in Global Logistics. *International Journal of Logistics: Research and Applications*, 11(5), 333-345. <https://doi.org/10.1080/13675560802389106>.
- Delikanlı, İ. U. (2020). Bankaların Bağlı Ortaklık, İştirak ve İş Ortaklığı Yatırımlarına Pay Senedi Yatırımcılarının Tepkisi. *Bankacılar Dergisi*, 115, 128-144. https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/dergiler/dosya/90/tbb_dergi_115.pdf.
- Elbir, G. ve Kandır, S. (2017). Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Demir-Çelik Sektörü Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 9(1), 16-32. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ebd/issue/35968/403546>.
- Eroglu, C., Kurt, A. C. and Elwakil, O. S. (2016). Stock Market Reaction to Quality, Safety, And Sustainability Awards in Logistics. *Journal of Business Logistics*, 37(4), 329-345. <https://doi.org/10.1111/jbl.12145>.
- Eyuboglu, K. and Bulut, H.I. (2015). The Effects of Financial News on Stock Performance: Case of Bist-30 Companies. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 2(1), 44-57. <https://doi.org/10.17261/Pressacademia.201519780>.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>.

- Graf, M., and Mudambi, S.M. (2005). The Outsourcing of IT-Enabled Business Processes: A Conceptual Model of The Location Decision. *Journal of International Management*, 11(2), 253–268. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2005.03.010>.
- Green, K.W., Whitten, D. and Inman, R.A. (2008), The Impact of Logistics Performance on Organizational Performance in A Supply Chain Context. *Supply Chain Management: International Journal*, 13(4), 317-327. <https://doi.org/10.1108/13598540810882206>.
- Gupta, A. and Banga, C. (2009). Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15 (12), 5-17.
- Healy, P. M. and Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0).
- Hope, O.K. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235-272. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>.
- Jones, E., Danbolt, J. and Hirst, I. (2004). Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm. *European Journal of Finance*, 10(5), 437-452. <https://doi.org/10.1080/1351847032000168696>.
- Kaderli, Y. ve Demir, S (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *Mali Çözüm Dergisi*, 91, 45-66.
- Kandır, S.Y. ve Elbir, G. (2017). Borsa İstanbul Enerji Şirketlerinin Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *TİSK Akademi Dergisi*, 12(23), 98-115.
- Kannadhasan, M and Nandagopal, R. (2010). Influence of Decision Makers' Characteristics on Risk Analysis in Strategic Investment Decisions. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(4), 38-44.
- KAP – Kamu Aydınlatma Platformu (2021). [Online] www.kap.org.tr >[Erişim Tarihi: 23 Aralık 2020 – 30 Ocak 2021].
- Karacaer, S. ve Ozek, P. (2009). How Do Firm Characteristics Affect the Market Reaction to Investment Announcements: ISE Case. *Investment Management and Financial Innovations*, 6(1), 156-162.
- Kaur, P. and Kaur, R. (2019). Effects of Strategic Investment Decisions on Value of Firm: Evidence from India. *Paradigm*, 23(1), 1–19. <https://doi.org/10.1177/0971890719835442>.
- Kiesel, F., Ries, J.M. and Tielmann, A. (2017). The Impact of Mergers and Acquisitions on Shareholders' Wealth in the Logistics Service Industry, *International Journal of Production Economics*, 193, 781-797. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2017.09.006>.
- KPMG. (2019). *Taşımacılık: Sektörel Bakış*. [Online] <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2019/05/sectorel-bakis-2019-tasimacilik.pdf> > [Erişim Tarihi: 20.12.2020].
- Kravin, D. Patton, R. Rose, E. and Tabak, D. (2003). Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies. *NERA Economic Consulting Working Paper*, November. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.466161>.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. <http://www.jstor.org/stable/2729691>.

- Mc Connell, J.J. and Muscarella, J.C. (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and The Market Value of The Firm. *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90006-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90006-6).
- McConnell, J. and Nantell, T. (1985). Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures. *Journal of Finance*, 40, 519-536. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb04970.x>.
- Otlu, F., Ölmez, S. ve Ceyhan, M. (2012). Maddi Duran Varlık Satışlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 14(1), 1-17.
- Özbebek A., Canikli S. and Aytürk Y. (2011) Does Turkish Stock Market React to Public Announcements of Major Capital Expenditures?. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 928–934. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2011.09.044>.
- Soylu, N., Uygurtürk, H. ve Korkmaz, T. (2018). Maddi Duran Varlık Alımı Duyurularının Pay Getirilerine Etkisi: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 79, 67-80. <https://doi.org/10.25095/mufad.438760>.
- Srinivasan, S., Thenmozhi, M. and Vijayaraghavan, P. (2005). Stock Market Reaction to Corporate Strategic Decisions. *Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873987.
- Stojanović, Đ.M. and Ivetić, J. (2020). Macrologistic Performance and Logistics Commitments in Sales Contracts in International Supply Chains. *The International Journal of Logistics Management*, 31(1),59-76. <https://doi.org/10.1108/IJLM-12-2018-0323>.
- Tokay, S.H., Deran, A. ve Arslan, S. (2011). Lojistik Maliyet Yönetiminde İzlenebilecek Stratejiler ve Muhasebe Eğitiminden Beklentiler. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 29, 225–244. <https://dergipark.org.tr/en/pub/dpusbe/issue/4771/65666>.
- Ward, K. (2004). *Marketing Finance: Turning Marketing Strategies into Shareholder Value*. Oxford: Elsevier.
- Wassmer, U. and Dussauge, P. (2012). Network Resource Stocks and Flows: How Do Alliance Portfolios Affect the Value of New Alliance Formations?. *Strategic Management Journal*, 33(7), 871-883. <https://doi.org/10.1002/smj.973>.
- Woolridge, J.R. and Snow, C.C. (1990). Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions, *Strategic Management Journal*, (11), 353-363. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110503>.
- Yapraklı, T. Ş. ve Ünalın, M. (2017). Küresel Lojistik Performans Endeksi ve Türkiye’nin Son 10 Yıllık Lojistik Performansının Analizi. *Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31(3), 589-606.