



Değer Kaldırıcı Olarak Yatırımcı İlişkileri

Dr. Affan NOMAK – Migros – Yatırımcı İlişkileri ve Risk Yönetimi Direktörü
ve TÜYİD Denetim Kurulu Başkanı

ÖZET

Bu çalışma, yatırımcı ilişkileri (Yİ) faaliyetlerinin şirket değerine etkisini incelemekte ve Yİ performansının ölçümünde kullanılabilecek göstergeleri tartışmaktadır. Bu makalede incelenen çalışmalar, Yİ'nin değerlemeye katkısının üç kanaldan ilerlediğini göstermektedir: şirket ile yatırımcılar arasındaki bilgi akışının güçlenmesi ve bilgi farkının azalmasıyla likiditenin artması ve sermaye maliyetinin düşmesi; analist takibi, kurumsal yatırımcı tabanı ve üst yönetime erişimin güçlenmesi; medya görünürlüğü ve haber tonunun yatırımcı ilgisini artırması. Şirket değeri makroekonomik, sektörel ve jeopolitik parametrelerden de etkilendiği için Yİ etkinliğinin tek ölçütü olarak değerlendirilmemelidir. Bu nedenle çalışma, şirket değerinin yanında aracı kurum kapsamı, yatırımcı tabanının niteliği, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, medya görünürlüğü ve haber tonu ile stratejik entegrasyon ve üst yönetime erişim göstergelerinin birlikte izlenmesini önermektedir.

1. GİRİŞ

Yatırımcı ilişkileri (Yİ) faaliyetlerinin etkinliği geleneksel olarak hisse fiyatı performansı ile ilişkilendirilse de bu tek başına yeterli bir performans ölçütü olarak değerlendirilmemektedir (Ragas, Laskin ve Brusch, 2014). National Investor Relations Institute (NIRI), Yİ'yi finans, iletişim ve mevzuata uyumu bütünleştiren; şirket ile finansal topluluk arasında çift yönlü iletişim kurarak adil değerlemeye katkıda bulunan stratejik bir yönetim sorumluluğu olarak tanımlamaktadır (NIRI). Bu çift yönlülük, fonksiyonun finansal raporlamadan pay sahipleriyle ilişki kurmaya doğru dönüşümüyle örtüşür (Laskin, 2009). Nitekim literatürde Yİ, şirket ile yatırımcılar arasında karşılıklı ve dengeli bir iletişim biçimi olarak ele alınmaktadır (Kelly, Laskin ve Rosenstein, 2010).

Fonksiyon şirketin stratejisini, performansını ve uzun vadeli değer yaratma potansiyelini sermaye piyasalarına aktarırken; yatırımcıların, analistlerin ve derecelendirme kuruluşlarının beklenti ve geri bildirimini üst yönetime ve yönetim kuruluna taşır. Bu çift yönlü bilgi akışı, sermaye piyasası bakış açısını stratejik karar süreçlerine dâhil ederek Yİ'yi tek yönlü bir duyuru mekanizmasının ötesine taşır. Nitekim Ragas ve Laskin (2014), Yİ yöneticilerinin en çok değer verdiği ölçütlerin nitel, finansal olmayan ve ilişki odaklı göstergeler olduğunu tespit ederek fonksiyonun büyük ölçüde bir ilişki yönetimi yetkinliği üzerinden kavranması gerektiği tespitini yapmaktadır.

Etkin yatırımcı ilişkilerinin hedefi, adil değerlendirme koşullarının oluşmasına katkıda bulunmaktır; şirketin gerçek değerinin riskleriyle birlikte anlaşılması, değerlemenin yönünden bağımsız olarak yatırımcı güvenini güçlendirmektedir. Bu doğrultuda çalışmada önce Yİ faaliyetleri ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi ele alan literatür incelenmekte, ardından Yİ performansının değerlendirilmesinde öne çıkan göstergeler tartışılmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Yİ faaliyetlerinin şirket değerine etkisini konu edinen çalışmalar, farklı piyasalarda ve farklı yöntemlerle yürütülmüş olsalar da fonksiyonun değerlemeye katkısını şirketin bilgi ortamında yarattığı iyileşme üzerinden açıklamaktadır. Bulgular aşağıda incelenmekte; sonrasında Yİ performansının ölçümüne ilişkin literatür tartışılmaktadır.

2.1. Bilgi Akışı, Likidite ve Sermaye Maliyeti

Brennan ve Tamarowski (2000), Yİ faaliyetlerinin analist takibini genişlettiği, artan takibin likiditeyi yükselttiği ve yükselen likiditenin sermaye maliyetini düşürdüğü biçimindeki üç halkalı zincire işaret eder.

Böylece, Yİ, likidite kanalı üzerinden değerlemeye dolaylı fakat ölçülebilir bir katkı sunmaktadır.

Balakrishnan, Billings, Kelly ve Ljungqvist (2014) ise bu zincirin nedensellik boyutunu ele almaktadır. Gönüllü bilgilendirmenin şirketin kendi tercihine bağlı olmasından doğan seçim sorununu aşmak için yazarlar, aracı kurum kapanmaları ve birleşmeleri nedeniyle analist takibini iradeleri dışında kaybeden şirketleri incelemektedir. Bulgulara göre aracı kurum kapsamı azalan şirketler beklenti paylaşımını (guidance) artırmakta; bu gönüllü bilgilendirme likiditeye, likidite ise şirket değerine katkı sağlayabilmektedir.

2.2. Yatırımcı Tabanının Genişlemesi ve Yönetime Erişim

Bushee ve Miller (2012), küçük ve az görünür şirketlerin Yİ programlarını incelemektedir. Dışarıdan Yİ danışmanlığı almaya başlayan şirketlerde kurumsal sahiplik, analist takibi, medya görünürlüğü ve piyasa değerlemesi eşleştirilmiş kontrol grubuna kıyasla artmakta; yatırımcı bileşimi de bu şirketleri normalde takip etmeyecek kurumsal yatırımcılara doğru kaymaktadır. Uygulayıcılarla yapılan mülakat ve anketler ise başarının asıl belirleyicisinin açıklama hacmi değil, yönetime doğrudan erişim olduğuna işaret etmektedir.

Kirk ve Vincent (2014), şirket içinde profesyonel bir yatırımcı ilişkileri departmanı kurmanın etkisine odaklanmakta ve bu adımı atan şirketlerde açıklama düzeyinin, analist takibinin, kurumsal yatırımcı sahipliğinin, likiditenin ve piyasa değerlemesinin yükseldiğini göstermektedir.

2.3. Medya Görünürlüğü ve Haber Tonu

Cheng, Shen ve Sharma (2026), Yİ kalitesinin şirket değerine giden yolunu medya görünürlüğü üzerinden ele almakta ve Hong Kong Yatırımcı İlişkileri Derneği'nin (HKIRA) yıllık ödülleri kalite göstergesi olarak kullanmaktadır. Buna göre yüksek Yİ kalitesi hem medyada yer alma sıklığını hem de haber tonunun olumluluğunu artırarak uzun vadeli şirket değerine katkı sağlamakta; ödül oylamasında yer alan uluslararası analistlerin desteği bu etkiyi güçlendirmektedir. Böylece Yİ, medya anlatısını şekillendiren stratejik bir itibar aracı olarak da konumlanmaktadır.

2.4. Yatırımcı İlişkileri Faaliyetlerinin Performans Ölçümü

Şirketler yatırımcı ilişkilerine önemli kaynaklar ayırmalarına rağmen, bu yatırımın etkinliğinin nasıl ölçüldüğüne dair akademik çalışmalar uzun süre sınırlı kalmıştır. Aşağıdaki çalışmalar, alanda görece olarak yeni gelişmekte olan bu ikinci soruyu doğrudan ele almaktadır.

Ragas, Laskin ve Brusch (2014), NIRI üyesi 384 yatırımcı ilişkileri yöneticisiyle yürüttükleri anketle, Yİ performansının hangi göstergelerle ölçülmesi gerektiği sorusunu doğrudan ele alan ilk kapsamlı çalışmalardan biridir. Araştırmanın dikkat çekici bir sonucu ise, uygulayıcıların hisse fiyatını tek başına Yİ faaliyetlerinin performans ölçütü saymaya karşı çıkmasıdır. Faktör analizi ise performansın farklı boyutlarda değerlendirildiğini; üst yönetimin fonksiyona ilişkin değerlendirmesi ile yatırımcı ilişkisinin niteliğinin, erişim faaliyetlerinden ve dışsal değerlendirmelerden daha belirleyici görüldüğünü ve bu önceliğin büyük ölçekli şirketlerde daha da belirginleştiğini ortaya koymaktadır.

Ragas ve Laskin (2014), aynı anket verisini yöntem tercihi açısından incelemektedir. Katılımcıların büyük çoğunluğu ölçümde nicel ve nitel yaklaşımların birlikte kullanılmasından yana olup, karma yöntemi savunular ölçüme anlamlı biçimde daha fazla önem atfetmektedir. Yöneticilerin öncelik verdiği göstergelerin ilişki odaklı ve finansal olmayan nitelik taşıması ise tek bir bileşik ölçüte dayanan değerlendirme yaklaşımlarının yetersizliğine işaret etmektedir.

Karolyi, Kim ve Liao (2020), Yİ faaliyetlerinin performansının hangi göstergelerle ve hangi koşullarda ölçülmesi gerektiği tartışmasını 59 ülkeden yatırımcı ilişkileri yöneticisine ulaşan anket verisiyle uluslararası ölçeğe taşımaktadır. Fonksiyonun yoğunluğu şirketler, sektörler ve ülkeler arasında geniş bir çeşitlilik göstermekte; üst yönetimle etkileşim sıklıkça fonksiyona atfedilen önem artmaktadır. Bu bulgu, **Ragas, Laskin ve Brusch'un (2014)** üst yönetim boyutuna ilişkin tespitini uluslararası veriyile desteklemektedir.

Çalışma ayrıca kamuyu aydınlatma standartlarının görece zayıf olduğu ülkelerde şirketlerin uluslararası yatırımcı erişimine daha fazla kaynak ayırdığını ve bu telafi edici çabaların daha yüksek şirket değerlemesiyle ilişkili olduğunu göstermektedir.

3. YATIRIMCI İLİŞKİLERİ FAALİYETLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yukarıda incelenen bulgular, yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin şirket değerine katkısını ortaya koymaktadır. Ancak bu katkı, şirket değerinin fonksiyonun tek başarı ölçütü olarak kullanılabileceği anlamına gelmez. Şirket değeri; şirkete özgü gelişmelerin yanı sıra makroekonomik koşullar, faiz oranları, enflasyon, sektörel gelişmeler, jeopolitik riskler ve piyasa risk iştahı gibi şirketin kontrolü dışındaki birçok parametreden aynı anda etkilenir. Bu nedenle faaliyetlerin etkinliği, kısa vadeli piyasa hareketlerinin ötesine geçen ve şirketin sermaye piyasalarındaki konumunu değerlendiren göstergelerle de ölçülmelidir.

Bu makalede incelenen çalışmalarda şirket değerine giden yol doğrudan değil; analist takibi, kurumsal yatırımcı tabanı, likidite ve şirket ile yatırımcılar arasındaki bilgi akışının güçlenmesi ve bilgi farkının azalması gibi unsurlar üzerinden kurulmaktadır. Bu unsurlar, yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinden doğrudan etkilenmekte ve dışsal parametrelerin etkisini görece az taşımakta; dolayısıyla fonksiyonun izlenebilir performans göstergeleri olarak kullanılabilmektedir. Bu çerçevede Yİ faaliyetlerinin değerlendirilmesi; aracı kurum kapsamı, yatırımcı tabanının niteliği, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, medya görünürlüğü ve fonksiyonun stratejik entegrasyonu boyutlarıyla ele alınabilir.

Bu nedenle aşağıdaki kriterler, yatırımcı ilişkileri fonksiyonunun tüm çıktılarının eksiksiz bir envanteri olarak değil, literatürde şirket değerine giden unsurlarla en doğrudan ilişkilendirilen ve uygulamada düzenli izlenmesi mümkün olan öncelikli ölçüm alanları olarak değerlendirilmelidir. **Ragas, Laskin ve Brusch'un (2014)** ortaya koyduğu değerlendirme yaklaşımı yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin piyasa görünürlüğü ve dış paydaşlar nezdindeki etkilerine odaklanmanın yanı sıra, aynı zamanda fonksiyonun üst yönetimle entegrasyonu ve yatırımcı geri bildirimlerinin stratejik karar süreçlerine taşınmasıyla ilgilidir.

3.1. Aracı Kurum Kapsamı

Aracı kurum kapsamı, yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin en görünür çıktılarından biridir. Şirketi düzenli olarak takip eden analist sayısındaki artış, yatırım hikâyesinin daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaştığını; yerli ve uluslararası kurumlar tarafından takip edilmek ise şirketin küresel yatırımcı ekosistemi içindeki güvenilirliğinin güçlendiğini göstermektedir (**Brennan ve Tamarowski, 2000; Kirk ve Vincent, 2014**). Bununla birlikte göstergenin salt sayısal büyüklük üzerinden değerlendirilmesi yeterli olmayabilir ve şirketi takip eden kurumların niteliğinin de önem taşıyabileceği düşünülebilir.

3.2. Yatırımcı Tabanının Niteliği

Yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin etkinliğini gösteren bir diğer stratejik unsur, yatırımcı tabanının niteliğidir. Şirketlerin emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve uluslararası varlık yönetim şirketleri gibi kurumsal yatırımcılarca da tercih edilmesi, yatırımcı tabanının derinliğine ilişkin bir gösterge sunmaktadır. Nitekim **Bushee ve Miller (2012)**, etkin Yİ programlarının kurumsal yatırımcı sahipliğini artırmakla kalmayıp yatırımcı bileşimini şirketi normalde takip etmeyecek kurumlara doğru kaydardığını göstermektedir. Bu bulgu, diğer faktörlerle birlikte değerlendirildiğinde, şirketlerin yatırımcı tabanının güçlendiğine ve yatırım tezinin daha geniş kitlelere ulaştığına işaret edebilir.

Yabancı yatırımcı sahipliğindeki artış da —şirketlerin kontrolü dışındaki birçok parametreden etkilenmekle birlikte— şirketin uluslararası görünürlüğünün ve yatırım yapılabilirliğinin güçlendiğine işaret etmektedir.

3.3. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Şirketlerin sermaye piyasası düzenlemelerine tam uyumu, kurumsal yönetim ilkelerinin hassasiyetle uygulanması ve bu politikaların şirket kültürü hâline gelmesi, piyasanın şirketi daha sağlıklı değerlendirmesine katkıda bulunmaktadır. Yapılan çalışmalarda bilgi eksikliği ve belirsizlik daha yüksek risk primiyle ilişkilendirilmektedir. **Balakrishnan, Billings, Kelly ve Ljungqvist (2014)**, gönüllü bilgilendirmenin likidite üzerinde nedensel bir etki yarattığını ve bu mekanizma üzerinden şirket değerlemesini desteklediğini göstermektedir.

Bu nedenle şirketler tarafından yapılan adil, eşit, düzenli, şeffaf ve tutarlı iletişim, yatırımcıların şirketleri daha iyi anlamasını sağlayarak piyasa algısının daha dengeli oluşmasına katkıda bulunabilir.

3.4. Medya Görünürlüğü ve Haber Tonu

Yİ faaliyetlerinin şirket değerlemesine katkı sağladığı diğer bir unsur olan medya görünürlüğü, aynı zamanda izlenebilir bir performans göstergesi sunmaktadır.

Bushee ve Miller (2012) etkin Yİ programlarının medya takibini genişlettiğini; **Cheng, Shen ve Sharma (2026)** ise Yİ kalitesinin hem medyada yer alma sıklığını hem de haber tonunun olumluluğunu artırarak uzun vadeli şirket değerine yansıdığını göstermektedir. Bu nedenle finansal basında yer alma sıklığı ile haberlerin tonu, yatırımcı ilgisinin genişlemesine fayda sağlayabilir. Bununla birlikte bu göstergenin şirketin kontrolü dışında gelişen haber akışından da etkilendiği ve tek başına yorumlanmaması gerektiği göz önünde bulundurulmalıdır.

3.5. Stratejik Entegrasyon ve Yönetim Erişimi

Ölçüm literatüründeki bir diğer bulgu, yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin etkinliğinde fonksiyonun şirket stratejisiyle bütünleşme derecesinin önem taşıdığıdır.

Karolyi, Kim ve Liao (2020), Yİ yöneticilerinin üst yönetimle etkileşimi sıklaştıkça fonksiyona atfedilen önemin arttığını ortaya koymaktadır. **Ragas, Laskin ve Bruschi (2014)** ise uygulayıcıların performans ölçümünde en çok önem atfettiği boyutun üst yönetimin değerlendirmesi olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, yatırımcıların yönetime erişimi de önemlidir: **Bushee ve Miller (2012)**, sahadaki profesyonellere göre etkinliğin yalnızca açıklama hacmine bağlı olmadığını, yatırımcıların yönetime doğrudan erişiminin de belirleyici olduğunu tespit etmektedir. Dolayısıyla asıl önemli olan, fonksiyona ayrılan kaynağın düzeyi kadar yatırımcı geri bildiriminin stratejik karar süreçlerine taşınabilme derecesidir.

4. SONUÇ

Literatür, yatırımcı ilişkileri faaliyetlerinin şirket değerine katkısını farklı kanallar üzerinden ve kimi çalışmalarda nedensel düzeyde ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, bir şirketin değeri, şirketin kontrolü dışındaki etkenlerden de eşzamanlı olarak etkilendiği için fonksiyonun tek etkinlik ölçütü olarak değerlendirilmemelidir.

Yİ faaliyetlerinin katkısı, adil değerlendirme koşullarını da desteklemektir. Bu nedenle performans ölçümü, değer kendisinden çok değere giden unsurlara odaklanmalı; analist kapsamı, yatırımcı tabanının niteliği, medya görünürlüğü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık düzeyi ile yatırımcı geri bildiriminin stratejik karar süreçlerine ne ölçüde yansıttığı birlikte izlenmelidir.

KAYNAKÇA

Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). *Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure*. *The Journal of Finance*, 69(5), 2237–2278.

Brennan, M. J., & Tamarowski, C. (2000). *Investor relations, liquidity, and stock prices*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 26–37.

Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2012). *Investor relations, firm visibility, and investor following*. *The Accounting Review*, 87(3), 867–897.

Cheng, L. T. W., Shen, J., & Sharma, P. (2026). *Demystifying the interactive impact of analyst certification and investor relations quality on media coverage and firm value*. *Journal of Business Research*, 210, 116161.

Karolyi, G. A., Kim, D., & Liao, R. (2020). *The theory and practice of investor relations: A global perspective*. *Management Science*, 66(10), 4746–4771.

Kelly, K. S., Laskin, A. V., & Rosenstein, G. A. (2010). *Investor relations: Two-way symmetrical practice*. *Journal of Public Relations Research*, 22(2), 182–208.

Kirk, M. P., & Vincent, J. D. (2014). *Professional investor relations within the firm*. *The Accounting Review*, 89(4), 1421–1452.

Laskin, A. V. (2009). *A descriptive account of the investor relations profession: A national study*. *Journal of Business Communication*, 46(2), 208–233.

National Investor Relations Institute. (2003). *Definition of investor relations*. NIRI.

Ragas, M. W., & Laskin, A. V. (2014). *Mixed-methods: Measurement and evaluation among investor relations officers*. *Corporate Communications: An International Journal*, 19(2), 166–181.

Ragas, M. W., Laskin, A. V., & Brusch, M. (2014). *Investor relations measurement: An industry survey*. *Journal of Communication Management*, 18(2), 176–192