

## İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA KAZANÇ VE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEST EDİLMESİ

Gülhan SUADIYE<sup>1</sup>

### ÖZ

Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal Pazarı'nda işlem gören firmaların, yeni finansal raporlama standartlarından (UFRS) elde edilen yıllık kazançları ve hisse senetlerinin getirisi arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmaktır. Firmaların yıllık kazançları ile hisse senetlerinin getirisi arasındaki ilişkiyi araştırmak için Easton ve Harris (1991) tarafından geliştirilen Getiri Değerleme Modeli (Modelleri) kullanılmıştır. Model, firma kazancı ve kazanç değişimlerinin hisse senetleri getirileriyle bağlantısını kurmaktadır. Modelin ampirik sonuçları, İMKB Ulusal Pazar için yıllık kazanç ile hisse senetlerinin getirisi arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Hisse Senedi Getirisi, Kazançlar, Getiri Değerleme Modeli, Easton and Harris (1991), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

**JEL Sınıflandırması:** M40, M41, G10

## TESTING THE RELATION BETWEEN EARNINGS AND RETURNS IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

### ABSTRACT

The purpose of this study to investigate whether there is an association between stock returns and the annual earnings, derived from the new financial reporting standards (IFRS) of firms listed on the Istanbul Stock Exchange (ISE) National Market over the period 2005 -2009. To explore the association between stock returns and the annual earnings, the Return Valuation Model(s) developed by Easton and Harris (1991) is used. The model is linking both current earnings levels and earnings changes to stock returns. The empirical results of model indicate that there is a positive and significant association between stock returns and annual earnings for ISE national market.

**Keywords:** Stock Returns, Earnings, Return Valuation Model, Easton and Harris (1991), Istanbul Stock Exchange (ISE).

**JEL Classification:** M40, M41, G10

---

<sup>1</sup>*Yrd.Doç.Dr., Mustafa Kemal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, gulhansuadiye@hotmail.com*

## 1. Giriş

Finansal tablolarda sunulan muhasebe verileri, bir firmanın finansal durumu ve performansı ile ilgili önemli bilgiler sunar ve yatırımcılara yatırım kararlarında yardımcı olur. Yatırımcıların yatırım kararlarında dikkate aldığı bilgilerin hisse senedi fiyatına yansıdığı düşünülür. Hisse senedi piyasaları ve muhasebe verileri arasında böyle bir ilişkinin varlığı, muhasebe ve finansman alanındaki araştırmacıları bu ilişkinin varlığını test etmeye itmiştir. Hisse senedi piyasaları ve muhasebe verileri arasındaki ilişkinin test edilmesine yönelik çalışmalar 1968 yılına kadar uzanır. Firmanın kazançları (karları) ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin araştırılmasına odaklanan ampirik çalışmaların teorik altyapısı Beaver (1968) tarafından geliştirilmiştir. Beaver (1968), cari dönem kazançlarının (1) gelecek dönem kazançlarını tahmin edecek, (2) temettü beklentilerini geliştirecek ve (3) beklenen temettülerin hisse senedinin bugünkü değerini belirleyecek bilgiyi içerdiğini ileri sürmüştür. Firmaların açıkladığı kazançların içerdiği bilgi üzerine yaptığı çalışmada Beaver (1968), kazançların açıklandığında hisse senetlerinin hem işlem hacminin hem de getiri değişkenliği (volatility)'in arttığını tespit etmiştir. Ball ve Brown (1968) ise muhasebe verisinin yararlılığını incelemek amacıyla hisse senedi getirisi ve kazanç arasındaki ilişkiyi ampirik düzeyde araştırmış ve beklenmeyen kazançlar ile hisse senedi getirileri arasında önemli bir ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Beaver (1968) ve Ball ve Brown (1968) tarafından yapılan bu iki çalışmanın ardından literatürde, muhasebe verileri ve sermaye piyasaları arasındaki ilişkinin farklı dinamikler açısından test edilmesine yönelik çeşitli modeller geliştirilmiştir (Beaver vd.,1980; Collins vd.,1987; Collins ve Kothari, 1989; Easton ve Haris, 1991; Ohlson ve Shroff, 1992; Shroff, 1995; Kothari ve Sloan, 1992; Ohlson, 1995; Kothari ve Zimmerman,1995).

Ball ve Brown (1968) yöntemini takip edenler, her ne kadar firma kazançları ve hisse senedi getirileri arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulsalar da bu ilişki düzeyinin zayıf olması bu konuda daha farklı yöntemler geliştirme çabalarını artırmıştır. Easton ve Harris (1991), firma kazançları ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymak açısından alternatif bir model geliştirmiştir. Modellerini hisse senedinin defter ve piyasa değerinin her ikisinin de bir firmanın sermayesinin değerini gösteren önemli değişkenler olduğu düşüncesine dayandırmışlardır. Modellerinde, hisse senedinin dönem başı (mali yılın bitiminden önceki 9. ay) fiyatına bölünmüş kazancın ( $A/P_{t-1}$ ), piyasa getirisiyle ilişkisini kurmuşlardır. Bunun için önce temettüye göre düzeltilmiş getirinin, hisse senedi dönem başı (mali yıl sona ermeden önceki 9 aylık) fiyatıyla bölünmüş kazanç düzeyi ( $A/P_{t-1}$ ) ile ilişkilendirmenin uygun olup olmadığını araştırmışlardır. Daha sonra kazançlardaki değişimin ( $\Delta A/P_{t-1}$ ) temettüye göre düzeltilmiş hisse senedi getirilerinin açıklanmasındaki uygunluğunu test etmişlerdir. Sonuç olarak, kurdukları modellerde hem cari dönemin kazanç düzeylerinin ( $A_t/P_{t-1}$ ) ve kazançlardaki değişimin ( $\Delta A/P_{t-1}$ ) katsayılarının genel olarak sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olduğunu hem de cari dönemin ka-

zançlarının ve değişimlerinin hisse senedi getirilerini önemli düzeyde açıkladığını tespit etmişlerdir.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal Pazarı'nda işlem gören firmaların kazançları ve hisse senetlerinin getirisi arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Firma kazançlarının ve kazanç değişimlerinin Türkiye piyasasında işlem gören hisse senetlerinin getirilerini ne ölçüde açıkladığını ortaya koymak açısından Easton-Harris (1991) tarafından geliştirilen getiri değerlendirme modeli (modelleri) kullanılmıştır. Çalışma giriş ve sonuç dahil olmak üzere beş kısımdan oluşmaktadır. İkinci kısımda konuya ilişkin literatür incelenmiş, üçüncü kısımda ise çalışmada kullanılan araştırma yöntemi ve veri yapısı açıklanmıştır. Dördüncü kısımda analiz sonuçları değerlendirilmiş son kısım olan 5. kısımda da çalışmanın bulguları özetlenmiştir.

## 2. Literatür İncelemesi

Beaver (1968) ve Ball ve Brown (1968) tarafından yapılan çalışmaların ışığında muhasebe kazançları ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi farklı yöntemler ve dinamikleri kullanarak inceleyen birçok çalışma yapılmıştır.

Easton ve Harris (1991), kazanç düzeyinin ve kazançlardaki değişimin hisse senedi getirileri arasında önemli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. 1968–1986 yıllarını kapsayan ve Amerikan firmalarının bir örneklemini üzerinde yapılan çalışmada firmaların kazanç düzeyleri ve değişimlerinin hisse senetleri getirilerini % 8 oranında açıkladığı bulgusuna ulaşmışlardır.

1950–1988 yılları arasında Amerikan piyasasında işlem gören firmaların yıllık kazançları ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test eden Ball vd.(1993), ise kazançlardaki değişimin, özellikle de kazançların özsermaye karlılığı veya getirisi (ROE) olarak ifade edildiği durumlarda, hisse senetlerinin beklenen getirilerindeki değişimle ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

Strong (1993), 1969 -1990 yıllarını kapsayan dönem için İngiltere verilerini kullanarak yıllık kazanç rakamlarının hisse senetlerinin yıllık getirilerini açıklama gücünü test etmiştir. Çalışmasında hem kazanç düzeylerinin hem de kazanç değişimlerinin hisse senedi getirileri açısından önemli bir açıklayıcı güce sahip olduklarını tespit etmiştir.

Shroff (1995), gelecek dönemlerde kazanç artışıyla ilişkilendirilebilen cari kazançların, getirileri açıklamadaki gücünü arttıracaklarını iddia ettiği çalışmasında Amerikan firmalarının 1975–1987 yılları arasındaki verilerini kullanmıştır. Çalışmasında yüksek Fiyat/Kazanç (F/K) oranı ve ROE bileşimlerinin gelecek dönemlerdeki kazanç artışlarına iyi bir gösterge olacağı bulgusuna ulaşmıştır. Alman piyasalarına odaklanan Harris vd. (1994) ve Booth vd. (1997), hisse senedi getirisi, firma ka-

zançları ve DVFA\* kazançları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, her iki tip kazançların hisse senedi getirileriyle ilişkili olduğu ve hatta DVFA olarak adlandırılan kazançlarla hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin daha anlamlı olduğunu bulmuşlardır.

1995–1997 yılları arasında Polonya menkul kıymetler borsasında işlem gören firmaların yıllık kazanç ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test eden Jermakowicz ve Gornik-Tomaszewski (1998), muhasebe verisi ile getiri arasında anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret etmişlerdir.

Chen vd. (2001), Çin hisse senetleri piyasasında 1991–1998 yıllarını kapsayan bir dönemde firma kazançları ve hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve Çin Piyasası için kazanç düzeyi ile kazanç değişiminin, getirileri açıklama gücünün olduğunu tespit etmişlerdir. Jindrichovska (2001), 1993–1998 yıllarına ait firma kazançları ve hisse senedi fiyatlarını kullanarak Çek piyasasında muhasebe verisi ve getiri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin var olduğunu göstermiştir.

Pritchard (2002), Litvanya, Letonya ve Estonya olmak üzere üç Baltık ülkenin menkul kıymet piyasalarındaki muhasebe verileri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1995–2000 yıllarını kapsayan çalışmada her ülke için farklı sonuçlara ulaşmıştır. Kazançların getirileri açıklamadaki gücünün en fazla olduğu ülkenin Estonya, en düşük ülkenin ise Litvanya olduğunu belirlemişlerdir. Pritchard (2002), Letonya için ulaşılan sonucun Estonya sonucuna benzer olduğunu ancak analiz sonuçlarının yüksek bir standart hataya sahip olduğunu ve bu nedenle sonuçların anlamlı kabul edilemeyeceğini ifade etmiştir.

Mısır hisse senetleri borsasında 1998 ve 2002 yılları arasında firma kazançları ve getirileri arasındaki ilişkiyi araştıran Ragab ve Omran (2006), kazanç düzeyleri ve kazanç değişimlerinin getirileri açıklama gücünün olduğunu tespit etmişlerdir.

Maditinos vd. (2007), 1992–2001 yıllarını kapsayan dönemde firmaların yıllık kazanç düzeylerinin ve kazanç değişimlerinin Yunanistan piyasasındaki hisse senedi getirilerini açıklayıp açıklamadığını test etmişlerdir. Çalışmalarında ayrıca Yatırımların Getirisi (ROI) ve Özkaynak Getirisi veya Karlılığı (ROE) değişkenlerinin de hisse senedi getirilerini açıklamadaki gücünü araştırmışlardır. Yapılan çalışmada firma kazançları ve getiri arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu ancak bu ilişki gücünün düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ulaşılan diğer bir sonuç da ROI ve ROE değişkenlerinin hisse senedi getirilerini açıklamada yetersiz kaldığı, getirileri en iyi açıklayanın tek başına kazanç değişkeninden ziyade kazanç ve ROI bileşiminin olduğudur.

\* DVFA kazançları, Deutscher Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung -DVFA) (Almanya Yatırım Uzmanları Birliği) ve Schmalenbach-Gesellschaft (Almanya'da bir İşletme ve Ekonomi uygulamaları ve Araştırma merkezi) tarafından geliştirilen bir kazanç ölçüsüdür. DVFA kazançları, yatırımcılara ve hisse senedi getirisiyle ilgilenenlere geleneksel olarak kamuya açıklanan kazanç rakamlarından daha anlamlı bir ölçü sağlamak amacıyla geliştirilmiştir.

Alfaraih ve Alanezi (2011), Kuveyt Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmaların 1995–2006 yılları arasındaki yıllık kazançlarını ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma sonuçları Kuveyt piyasası için kazanç ve getiri arasındaki ilişkinin oldukça yüksek ve anlamlı olduğunu göstermiştir.

Türkiye piyasasına yönelik yaptıkları çalışmada Aydoğan ve Güney (1997), Fiyat / Kazanç (F/K) oranı ve temettü verimlerinin hisse senedi getirilerini ne ölçüde tahmin edebileceğini analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, hisse senedi getirileri, düşük F/K oranı ve yüksek temettü veriminin gözlemlendiği ayları izleyen dönemlerde yüksek; yüksek F/K oranı ve düşük temettü veriminin gözlemlendiği ayları izleyen dönemlerde ise düşük çıkmıştır. Aydoğan ve Güney (1997) çalışmada, F/K oranı ve temettü veriminin İMKB’de işlem gören hisse senedi getirilerini tahmin etmede önemli birer araç olabilecekleri sonucuna varmışlardır.

Çıtak (2004), Ocak 1986 ve Haziran 2003 dönemini kapsayan çalışmasında F/K oranları ve İMKB 100 endeksi getirileri arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışmada, dönem başı F/K oranları ile 3, 6 aylık, 1, 2, 3, 4 ve 5 yıllık elde tutma dönemi getirileri arasındaki ilişkileri belirleyebilmek için regresyon denklemleri tahmin edilmiştir. Regresyon analizi sonucunda, 3 aylık elde tutma dönemi hariç, bütün elde tutma dönemleri için anlamlı ilişkiler ortaya çıkmıştır. Ancak çalışmada kullanılan elde tutma dönemlerinin iç içe geçmiş olması ve bu durumun tahmin sonuçları üzerindeki etkisiyle ilgili olarak literatürde henüz bir görüş birliği olmadığı için, Çıtak (2004), sonuçlara ihtiyatla yaklaşmak gerektiğini ileri sürmüştür.

Kalaycı ve Karataş (2005), İMKB’deki hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi 1996–1997 yılları için incelemişlerdir. İmalat sanayinin alt sektörlerini kapsayan çalışmada bu sektörlerdeki hisse senedi getirilerinin karlılık, borsa performans ve verimlilik oranları ile açıklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Şamiloğlu (2005), 1999–2002 yıllarını kapsayan dönemde İMKB’de işlem gören deri ve gıda sektöründeki firmaların hisse senedi getirileri ile kazançlar, nakit akımları, hisse başına kazanç ve hisse başına defter değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma sonucunda hisse senedi getirileri ile araştırma kapsamına alınan firmaların kazançları, nakit akımları, hisse başına kazanç ve hisse başına defter değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken, firmaların hisse senedi fiyatları ile hisse başına kazanç ve hisse başına defter değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

İMKB’de hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranların tespitine yönelik diğer bir çalışmada Aktaş (2008), 1995–1999 ve 2003–2006 olmak üzere orta vadeli iki ayrı analiz dönemini kullanmıştır. Çalışma sonucunda 1995–1999 yıllarını kapsayan dönemde hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranlar asit test ve nakit akımı/öz sermaye olurken, 2003–2006 döneminde Brüt kar/Satış ve Net kar/Satış olarak bulunmuştur.

Horasan (2009), İMKB 30 endeksinde işlem gören firmalarda Fiyat/Kazanç (F/K) oranının bir sonraki dönem fiyat ve getirisi üzerinde etkisi olup olmadığını incelemiştir. 2000–2006 yılları arasındaki verilerin kullanıldığı çalışmada F/K oranının kapanış fiyatına etkisi anlamlı ve pozitif yönde, F/K oranının getiri üzerindeki etkisi de anlamlı fakat negatif yönde olduğu gözlemlenmiştir.

Ünlü ve diğerleri (2009), İMKB 100 ve S&P 500 için endeksin temettü verimi ile endeksin getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ocak 1986-Mart 2008 dönemini kapsayan çalışmada, endeksin temettü verimi oranının bir sonraki dönemde hisse senedi getirisini açıklayabileceği varsayımıyla regresyon analizi yapmışlardır. Çıtak (2004) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarına benzer bulgular elde etmişlerdir. Söz konusu çalışmada temettü verimi oranının S&P 500 ve İMKB 100 için hisse senedi getirilerinin tahmininde önemli bir araç olarak kullanılabilirliği ancak kullanılan elde tutma dönemlerinin birbirinden bağımsız olmaması nedeniyle bu sonuçlara ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini belirtmişlerdir.

### 3. Araştırma Yöntemi ve Veri Yapısı

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Ulusal Pazar'da işlem gören firmaların yıllık kazançları ile hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkinin test edilmesi amaçlanmıştır. Firma kazançları ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin test edilmesinde Easton ve Harris (1991) tarafından geliştirilen Getiri Değerleme Modeli kullanılmıştır.

Easton ve Harris (1991), firma kazançları ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla 3 farklı değerlendirme modelini teorik olarak geliştirmiş ve ampirik olarak incelemiştir. Geliştirdikleri 3 farklı modelin her birinin istatistiki açıdan anlamlı olduğunu, kazanç düzeyinin ve kazançlardaki değişimin ayrı ayrı ve bileşimlerinin de hisse senedi getirileriyle ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca her iki değişkeni içeren regresyon modelinin açıklayıcı gücünün ( $R^2$  açısından) tek değişkenli analizde elde edilen  $R^2$ 'ye göre daha yüksek olduğunu göstermişlerdir. Easton ve Harris (1991) geliştirdikleri modelde kullandıkları getiriyi, mali yılın bitiminden önceki 9.aydan başlayan ve mali yılın bitiminden sonraki 3. aya kadar uzanan 12 aylık dönem için hesaplamışlardır.

Söz konusu kazanç düzeyi (1. Model), kazançtaki değişim (2. Model) ve her iki değişkeni içeren (3. model) regresyon modelleri aşağıdaki gibidir.

$$R_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} = b_0 + b_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \beta_2 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Yukarıdaki modellerde kullanılan simgelerin anlamları ise şöyledir:

$R_{it}$  ; *i*. firmanın temettülere göre düzeltilmiş ve mali yılın bitiminden önceki 9. aydan başlayan ve mali yılın bitiminden sonraki 3. aya kadar uzanan 12 aylık hisse senedi getirisi.

$P_{it-1}$  ; *i*. firmanın hisse senedinin mali yılın bitiminden önceki 9. aydaki fiyatı

$EPS_{it}$  ; *i*. firmanın *t* zamandaki hisse senedi başına kazancı

$\Delta EPS_{it}$  ; *i*. firmanın *t* zamandaki hisse senedi başına kazancının değişimi

$\epsilon$ ; hata terimi

2011 yılı itibariyle İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören firmaların toplam sayısı 243'dir. Ancak dengeli panel veri analizi yapabilmek için faaliyet dönemleri farklı olan ve analize tabii tutulan yıllarda verisi olmayan firmalar araştırma kapsamından çıkarıldığından, toplamda 212 firma analize dahil edilmiştir. Analizde kullanılan getiri değişkeninin hesaplanmasında 2005–2009 yılları arasında 212 firmaya ait mali yıl bitiminden önceki 9. ay ve mali yıl bitiminden sonraki 3. aydaki hisse senetleri kapanış fiyatları ile ilgili yıl için açıklanan hisse senedi başına temettü kullanılmıştır. Hisse senedi getirisinin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır (Easton ve Harris, 1991).

$$R_{it} = (P_{it+1} + D_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

$R_{it}$  ; *i*. firmanın temettülere göre düzeltilmiş ve mali yılın bitiminden önceki 9. aydan başlayan ve mali yılın bitiminden sonraki 3. aya kadar uzanan 12 aylık hisse senedi getirisi.

$P_{it+1}$  ; *i*. firmanın hisse senedinin mali yılın bitiminden sonraki 3. aydaki fiyatı

$D_{it}$  ; firmanın hisse senedi başına dağıtacağı temettü

$P_{it-1}$  ; *i*. firmanın hisse senedinin mali yılın bitiminden önceki 9. aydaki fiyatı

Hisse senedi başına kazanç (EPS) ve hisse senedi başına kazanç değişimi ( $\Delta EPS$ ) değişkenlerinin hesaplanmasında ise finansal tablolardan elde edilen yıllık kazançlar kullanılmıştır. İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören firmalara ait veriler, İMKB ve Kamuoyunu Aydınlatma Platformu internet sitelerinden elde edilmiştir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların, 01.01.2005 tarihinden itibaren Seri: XI, No:25 "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" veya Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (Seri: XI, No:25 Tebliği/UFRS) uyarınca mali tablo hazırlama yükümlülükleri başlamıştır. 2005 yılından önceki hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların mali tabloları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun belirlediği muhasebe standartları çerçevesinde hazırlandığından analiz dönemine 2005 yılından sonraki yıllar dahil edilmiştir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) çerçevesinde hazırlanan mali tabloların içerdiği finansal bilgilerin farklı uygulamaların etkisinden arındırılmış olması özellikle, ampirik ana-

liz açısından önemlidir. UFRS'ye uygun olarak hazırlanmış mali tablolardaki muhasebe rakamlarının yatırımcı açısından anlaşılabilir, ihtiyaca uygun, güvenilir ve karşılaştırılabilir olma özelliklerine sahip olduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda UFRS'ye uygun olarak hazırlanan mali tabloların firmanın finansal durumunu, performansını ve nakit akışlarını gerçeğe uygun olarak sunduğu ve bundan dolayı yatırımcılara yatırım kararlarında önemli bilgiler sağladığı düşünülmektedir.

#### 4. Analiz Sonuçları

Firmanın cari dönem kazançları ile kazanç değişimlerinin, dönemin hisse senedi getirisiyle bağlantısını kuran regresyon modellerinin analizinden ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Regresyon modellerinin testinde E-Views 6.0 programı kullanılmıştır. Aşağıdaki tablolardan da anlaşılacağı üzere her üç modelin bağımsız değişkenleri istatistiksel açıdan anlamlıdır ve yüksek bir açıklayıcılık gücüne sahiptir ( $p < 0.001$ ).

**Tablo 1: Kazanç Düzeyi Regresyon Modelinin Analiz Sonuçları**

$R_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$				
Değişken	Katsayılar	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık (P).
C	-0.140056	0.001900	-3.69578	0.0000
EPS/Pit-1	0.914322	0.008032	113.8412	0.0000
R-Kare	0.055366			
Düzeltilmiş R-Kare	0.054460			

Hisse senedi başına kazanç düzeyi regresyon modelinin sonuçlarının özetlendiği Tablo 1 incelendiğinde, firmanın cari dönem kazançlarının hisse senetleri getirileriyle pozitif yönde ilişkili ve istatistikî açıdan oldukça anlamlı olduğu görülmektedir ( $p < 0.001$ ). Kazanç düzeyi regresyon modelinin açıklayıcı gücü ( $R^2$ ) %5'tir. Bu istatistikî sonuç, firmanın cari kazanç düzeyinin hisse senetleri getirisini %5 oranında açıkladığı anlamına gelmektedir.

**Tablo 2: Kazanç Değişimi Regresyon Modelinin Analiz Sonuçları**

$R_{it} = b_0 + b_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$				
Değişken	Katsayılar	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık (P).
C	-0.095335	0.001859	-1.28657	0.0000
$\Delta EPS/Pit-1$	0.541779	0.005767	93.93887	0.0000
R-Kare	0.038378			
Düzeltilmiş R-Kare	0.037456			

Hisse senedi başına kazanç değişimi regresyon modelinin Tablo 2 de yer alan sonuçlarına bakıldığında firmanın kazançları değişiminin de hisse senetleri getirileriyle pozitif yönde ilişkili olduğu ve bu ilişkinin de istatistikî açıdan anlamlı olduğu görülmektedir ( $p < 0.001$ ). Kazanç düzeyi regresyon modelinin açıklayıcı gücü ( $R^2$ )



%3 tür. Bunun da anlamı firmanın kazançları değişiminin hisse senetleri getirisini %3 oranında açıkladığıdır.

**Tablo 3: Kazanç Düzeyi ve Kazançlardaki Değişimi İçeren Regresyon Modelinin Analiz Sonuçları**

$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \beta_2 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_{it}$ (3)				
Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık (P).
C	-0.133957	0.001894	-70.72746	0.0000
EPS/Pit-1	0.717776	0.008916	80.49979	0.0000
$\Delta$ EPS/Pit-1	0.314713	0.006346	49.59234	0.0000
R-Kare	0.065757			
Düzeltilmiş R-Kare	0.064858			

Tablo 3'te yer alan analiz sonuçları değerlendirildiğinde, kazanç düzeyi ve kazanç değişiminin bileşimi olan 3. Modelin de istatistikî açıdan oldukça anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Modelin açıklama gücü ( $R^2$ ) % 6'dır. Başka bir deyişle kazanç düzeyi, kazanç değişimiyle birlikte hisse senedi getirisini % 6 oranında açıklamaktadır. 3. Model, tek tek kazanç düzeyi ve kazanç değişimi modelleriyle kıyaslandığında açıklama gücünün diğer iki modele göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu analizin sonuçları, Easton ve Harris (1991)'in yaptığı çalışmanın analiz sonuçları ile paralellik göstermektedir. Easton ve Harris (1991) tarafından yapılan çalışmada da her iki değişkeni içeren regresyon modelinin açıklayıcı gücünün ( $R^2$ ) tek değişkenli analizde elde edilen  $R^2$ 'ye göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Easton ve Harris (1991), Amerikan piyasası için yaptıkları çalışmada 1. Modelin açıklama gücünü ( $R^2$ ) % 4, 2. Modelin açıklama gücünü ( $R^2$ ) % 0,3 ve 3. Modelin açıklama gücünü ( $R^2$ ) % 7,7 (yaklaşık % 8) olarak bulmuştur.

Bazı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için Easton ve Harris modeli (1991) kullanılarak yapılan çalışmalarda, 3. Modelin (kazanç düzeyi ve kazançlardaki değişimin bileşimini içeren regresyon modeli) analizinden elde edilen  $R^2$  sonuçları şöyledir: İngiltere piyasası için %15 (Strong, 1993); Kıbrıs piyasası için %23 (Vafeas vd, 1998); Polonya piyasası için %7 (Jermakowicz ve Gornik-Tomaszewski, 1998); Çin piyasası için %11 (Chen vd. (2001); Mısır piyasası için % 4 (Ragab ve Omran, 2006); Yunanistan piyasası için % 1,9 (Maditinos vd., 2007); Norveç piyasası için % 5 (Gjerde vd., 2011); Kuveyt piyasası için % 27 (Alfaraih ve Alanezi, 2011).

Özet olarak, İMKB Ulusal Pazar'da, firma kazançları ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönde bir ilişki vardır ve bu ilişki düzeyi istatistikî açıdan oldukça anlamlıdır ( $p < 0.001$ ). Easton ve Harris (1991) modeli kullanılarak yapılan analiz sonucunda firmanın cari kazançları ve kazanç değişimlerinin hisse senetleri getirilerini %6 oranında açıkladığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bu bulgu, yatırımcıların İMKB'de

işlem gören hisse senetlerine yatırım yaptıklarında diğer faktörlerle birlikte firmaların kazançlarını da dikkate aldıklarını göstermektedir. İMKB Ulusal Pazar'daki firma kazancı ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki düzeyinin, diğer bazı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki kazanç-getiri ilişki düzeyiyle kıyaslandığında ortalama bir değer aldığını gözlemlenmektedir.

### 5. Sonuç

Bu çalışmada, İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören firma kazançlarının hisse senedi getirilerini ne ölçüde açıkladığı başka bir deyişle firma kazançlarının hisse senedi getirileriyle ilişkili olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmada Easton ve Harris (1991) tarafından teorik olarak geliştirilen ve ampirik olarak test edilen Getiri Değerleme Modeli (Modelleri) kullanılmıştır. Söz konusu regresyon modelleri; kazanç düzeyi modeli, kazançlardaki değişim modeli ve kazanç düzeyi ile kazançlardaki değişim değişkenlerini içeren modeldir. Modellerde analizi yapılan değişkenlerin hesaplanmasında İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören 212 firmanın 2005-2009 dönemine ait verileri kullanılmıştır. Modellerin analizi sonucunda, kazanç düzeyinin ve kazançlardaki değişimin ayrı ayrı ve bileşimlerinin de hisse senedi getirileriyle ilişkili olduğu ve her 3 modelin her birinin istatistiki açıdan anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca her iki değişkeni içeren regresyon modelinin açıklayıcı gücünün ( $R^2$ ) tek değişkenli analizden elde edilen  $R^2$ 'ye göre daha yüksek olduğu da gözlemlenmiştir. Bu çalışmadaki ampirik bulgular, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmaların sonuçlarıyla benzerlik göstermekte, hatta bu sonuçların istatistiksel olarak açıklayıcı gücü diğer bazı araştırma sonuçlarına göre daha yüksektir.

### Kaynaklar

AKTAŞ, M., (2008), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, 37(2),137-150.

ALFARAH M. ve, F. ALANEZİ, (2011), "The Usefulness Of Earnings And Book Value For Equity Valuation To Kuwait Stock Exchange Participants", International Business & Economics Research Journal (IBER), 10 (1), 73-89.

AYDOĞAN, K., ve GÜNEY, A. (1997), "Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/Koranı ve Temettü Verimi", İMKB Dergisi, 1 (1).

BALL, R. ve P. BROWN (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, 6(2), 159-178.

BALL, R., S. P. KOTHARI ve R. L. WATTS (1993), "Economic Determinants of the Relation between Earnings Changes and Stock Returns", The Accounting Review, 68(3), 622-638.

BEAVER, W. H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, 6(3), 67-92.

BEAVER, W., R. LAMBERT ve D. MORSE (1980), "The Information Content of Security Prices", *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 3-28.

BOOTH, G., G., J. BROUSSARD ve O. LOİSTL (1997), "Earnings and Stock Returns: Evidence from Germany", *The European Accounting Review*, 6(4), 589-603.

CHEN, C. J. P., S. CHEN ve X. SU (2001), "Is Accounting Information Value-Relevant in the Emerging Chinese Stock Market?", *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, 10 (1), 1-22.

COLLİNS, D. ve S. KOTHARİ (1989), "An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2/3), 143-181.

CITAK, L., (2004) "F/K Oranları ile İMKB 100 Endeksi Arasındaki İlişkiler Üzerine Bir Arastırma", *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, V (1) 73-87.

EASTON, P. D. ve T. S. HARRİS (1991), "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19-36.

GJERDE, O., KNIVSFLÅ, K. H., ve F. SASTTEM, (2011), "The Value Relevance of Financial Reporting in Norway 1965-2004", *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 113-128.

HARRIS, T. S., M. LANG, ve H. P MOLLER, (1994), "The value relevance of German accounting measures", *Journal of Accounting Research*, 32(2), 181-209.

HORASAN, M., (2009), "Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama" *A.Ü. İ.İ.B.F Dergisi*, 23(1), 180-192.

JERMAKOWİCZ, E. K. ve S. GORNİK-TOMASZEWSKİ (1998), "Information Content of Earnings in the Emerging Capital Market: Evidence from Warsaw Stock Exchange", *Multinational Finance Journal*, 2(4), 245-267.

JİNDŞİCHOVSKA, I. (2001), "The Relationship Between Accounting Numbers and Returns: Some Empirical Evidence from the Emerging Market of Czech Republic", *The European Accounting Review*, 10(1), 107-131.

KALAYCI, Ş., ve A. KARATAŞ, (2005), "Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi : İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir Temel Analiz Araştırması", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 27(9), 146-157.

KOTHARİ, S. P. ve J. L. ZİMMERMAN (1995), "Price and Return Models", Journal of Accounting and Economics, 20(2), 155-192.

KOTHARI, S. P., ve R. G. SLOAN, (1992), "Information in Prices About Future Earnings", Journal of Accounting and Economics, 15 (3), 143-171.

MADITINOS D.I, ZEVIĆ, Z, CHATZOGLOU, P ve THERIOU G.N. (2007), "Earnings As An Explanatory Tool in Explaining Stock Market Returns and The Use Of Easton And Harris (1991) Model: The Case Of Greece", International Scientific Conference, Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics University of Belgrade, September 2007, 195.130.92.177/.Maditinos %20et%20al%20-%20Belgrade%202007.(Erişim tarihi 04.02.2011)

OHLSON, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, And Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, 11(2), 661-687.

OHLSON, J. A. ve P.K. SHROFF, (1992), "Changes Versus Levels in Earnings as Explanatory Variables For Returns: Some Theoretical Considerations", Journal of Accounting Research, 30(2), 210-226.

PRITCHARD J., N. (2002), The Relationship between Accounting Numbers and Returns in the Baltic Stock Markets, CERT Discussion paper, No 2002/06, May 2002, Edinburgh, Heriot-Watt University. www.sml.hw.ac.uk/downloads/cert/wpa/2002/dp0206.pdf.(Erişim Tarihi: 4.02.2011)

RAGAB, A., ve OMRAN, M. (2006), "Accounting Information, Value Relevance, And Investors' Behavior In The Egyptian Equity Market", Review of Accounting and Finance, 5(3), 279-297.

SHROFF, P. (1995), "Determinants of the Returns-Earnings Correlation", Contemporary Accounting Research, 12(1), 41-55.

STRONG N, (1993,) "The Relation between Returns and Earnings: Evidence for the UK, Accounting and Business Research, 24 (93), 69-77

ŞAMİLOĞLU, F. (2005), "Hisse Getirileri ve Fiyatlarıyla, Kazançlar ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Ampirik Bir İnceleme", MUFAD Dergisi, Sayı:26, 120-126.

ÜNLÜ U., A., BAYRAKDAROĞLU, ve İ., EGE, "Hisse Senedi Endeks Getirileri ve Temettü Verimi: İmkb 100 Ve S&P 500 Endeksleri Üzerine Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 11 / 1 (2009). 143-158

VAFEAS, N., L. TRİGEORGİS, ve X. GEORGIU (1998), "The Usefulness of Earnings in Explaining Stock Returns in an Emerging Market: The Case of Cyprus", European Accounting Review, 7(1), 105-126.