



Kazançlar Nakit Akımları ve Hisse Getirileri Arasındaki Fonksiyonel İlişki: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ampirik Bir İnceleme

Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU
Niğde Üniversitesi, Aksaray İİBF

Özet

Bu çalışmanın amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren İmalât Sanayi Şirketleri'nin 1995-2002 dönemine ait hisse getirileriyle net kârları ve faaliyetlerinden nakit akımları arasındaki fonksiyonel ilişkiyi incelemektir.

Araştırma kapsamındaki şirketlerin genel olarak hisse getirileriyle net kârları, faaliyetlerinden nakit akımları, alacakları, borçları ve stokları arasında zayıf bir ilişki saptanmıştır.

Anahtar Sözcükler: Kazançlar, faaliyetlerden nakit akımları, hisse getirileri, büyüme.

Abstract (Functional Relationship Between Earnings, Cash Flows and Stock Returns: An Empirical Study in Istanbul Stock Exchange)

The purpose of this paper is to investigate the functional relationship between stock returns, and net gains and cash flows of the manufacturing companies of which shares are traded at the Istanbul Stock Exchange Market for the period from 1995 to 2002.

In general, a weak relationship has been found between stock returns, and cash flows, debts, credits, and stock of the companies in the scope of this paper.

Key Words: Earnings, cash flow from operations, stock return, accrual.

I. Giriş

Yöneticiler ve yatırımcılar benzer şekilde şirketlerinin performansını ölçecek göstergeleri bulma eğilimindedirler. Dünyanın pek çok ülkesinde profesyonel muhasebeciler ve hisse senedi alım satım otoriteleri özkaynak getirisi, nakit akımı ve hisse başına kâr gibi performans ölçümlerine ihtiyaç duymaktadırlar. (Eljelly, Alghurair, 2001)

Uzun bir süre hisse başına kâr en önemli finansal performans ölçümü olarak hâkim oldu.

Yatırımcı bakış açısından, hem faaliyetlerden kazançlar hem de faaliyetlerden nakit akımları bir işletmenin gelecekte yaratacağı nakit gücünün performansının ölçümüne hizmet edebilir. Faaliyetlerden kazançlar ve nakit akımları finansal bilgi ilgisi nedeniyle firmanın kıt kaynaklarının sermaye piyasasında etkili şekilde tahsisine yardım etmelidir.

Nakit akımları ekonomide, finasta ve muhasebede değerlendirme modelleri için ana rol oynamaktadır.

FASB özellikle “kazançlar” ve “faaliyetlerden nakit akımları” yerine her ikisini de ima ettiği için “nakit” kavramını kullanmaktadır.

II. Kazançlar, Nakit Akımları Ve Hisse Getirileri

Geleneksel olarak performans ölçümüyle ilgili farklı disiplinlerde farklı ağırlıkta üç kavram kullanılmaktadır. Ekonomistler geleneksel olarak üretim ve dağıtımın önemini vurgulamak için bir performans ölçümü olarak yaratılan değer üzerine odaklanmaktadırlar. Finansal ekonomistler ise geleneksel olarak nakit akımları üzerine odaklanmaktadırlar. Alternatif olarak muhasebeciler geleneksel olarak gerçekleştirme ve karşılaştırmanın önemini belirtmek için kazançlara odaklanırlar. (Yoon, Miller, 2003)

1960’tan beri, muhasebe kazançları ile hisse fiyatları arasında anlamlı istatistiksel ilişkinin olduğu kanıtlanmıştır. Bununla birlikte muhasebe kazançları tarihsel maliyet ve getirilere dayanması nedeniyle eleştirilmektedir. Faaliyetlerden nakit akımları muhasebe büyümeleri tarafından etkilenmemektedir ve muhasebe kararları tarafından manipüle edilmesi güçtür. Bu nedenle, faaliyetlerden nakit akımlarının en azından kısa süreli performans değerlendirilmesinde daha güvenilir bir ölçüm olduğu iddia edilmektedir. Buna ilave olarak, spesifik endüstrilerde, muhasebe kazançları faaliyet performansını uygun bir şekilde göstermeyebilir. Örneğin, Gore ve Stott (1998) faaliyetlerden nakit akımlarının gayri menkul endüstrisinde bir firmanın daha bilgi verici performans ölçümü olduğunu kanıtlamıştır.

Bununla birlikte, faaliyetlerden nakit akımları bazı önemli büyümeleri yansıtmamaktadırlar. Örneğin, normalde kredili satışları ve satın almaları kapsayan carî büyümeler yakın gelecekteki nakit akımlarını gösterir, carî dönemin nakit akımını etkilemez. Bu nedenle hem büyüme temelli kazançlar ve faaliyetlerden nakit akımları birbirlerini tamamlayıcı değere sahiptirler. Ne zaman firmalar yanıltıcı bilgi kullanımıyla ilgili finansal güçlüklerle karşılaştıklarında nakit akımları muhasebe ka-

zançlarından daha anlamlı bilgi sağlar. Muhasebe kazançları genel olarak bir işletmenin diğer durumlardaki performansı için daha iyi gösterge sağlar.

Faaliyetlerden nakit akımları direkt ve direkt olmayan yöntemlerle aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

Nakit Akımları: Direkt Yöntem	
Faaliyetlerden Nakit Akımları	
Satışlardan Nakit	+
Nakit Üretim Maliyetleri	(-)
Nakit Faaliyet Giderleri	(-)
Faiz Harcamaları, Net	(-)
Vergi Ödemeleri	(-)
Çeşitli Gelir/Harcamalar	
Faaliyetlerden Net Nakit Akımları	
Nakit Akımları: Direkt Olmayan	
Yöntem Net Kâr	+
Düzeltilmeler,	+
Amortismanlar	+
Sabit Varlık Düzeltmeleri	(-)
Dağıtılmayan Kazançlar	(-)
Alacaklardaki Değişme	(-)
Stoklardaki Değişme	+
Ön Ödemelerdeki Değişme	+
Diğer Carî Varlıklardaki Değişme	+
Borçlardaki Değişme	+
Yükümlülük Artışındaki Değişme	+
Diğer Carî Borçlardaki Değişme	+
Nakit Olmayan Carî Varlıklardaki Değişme	+
Faaliyetlerden Net Nakit Akımları	

Lev ve Zarowin (1999) yirmi yıllık bir periyotta finansal tabloların değerle ilgisinin sürekli azaldığını kanıtlamışlardır. Onlar özellikle bu azalışın maddi olmayan varlıkların finansal raporlarda gösterilmesinde yetersizlikler bulmuşlardır. Daha spesifik olarak Lev ve Zarowin kazançlar, nakit akımları ve defter değerini hisse getirileri ve hisse fiyatlarıyla karşılaştırmışlardır. Önceki çalışmalarla tutarlı olarak (Collins, Maydew ve Weiss, 1997; Waymire, 1999; ve Francis ve Schipper, 1999) Lev ve Zarowin kazançların, nakit akımlarının ve defter değerinin değerlerle ilgisinin giderek azaldığını saptamışlardır.

Lev ve Zarowin ilk olarak hisse getirileriyle kazançlar ve kazançlardaki değişim arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1978 ve 1996 yıllarındaki R²'nin sürekli azaldığını saptamışlardır. İkincisi hisse getirileriyle nakit akımları arasındaki ilişkiyi aynı yöntemle hesaplamışlardır. Burada regresyon parametreleri olarak faaliyetlerden nakit akımları, faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişme, büyüme ve kazançlarla nakit akımları arasındaki fark olarak tanımlanan büyümedeki artış hesaplanmıştır. Lev ve Zarowin hisse getirileriyle nakit akımları + büyümeler arasındaki ilişkiyi hisse fiyatları ve kazançlardan ayırt edilmez bulmuştur. (Stewart, 2003)

Stewart (2003)'da hisse getirileriyle olağanüstü kâr, olağanüstü kârdaki değişme, faaliyetlerden nakit akımları, faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişme, yıllık büyüme ve kazançlarla faaliyetlerden nakit akımları arasındaki farktaki değişme ile hisse fiyatları ve hisse başına kâr ve hisse başına defter değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Stewart'ın örnek periyodu Lev ve Zarowin'den daha kısa olmasına rağmen bulduğu sonuçlar onlarınkiyle tutarlılık göstermektedir. Bununla birlikte istatistik sonuçları Lev ve Zarowin'inki gibi keskin düşüş göstermemektedir.

Geleneksel değerlendirme modelleri bir yatırımcıya hisse fiyatlarının veya yatırımın değerinin belirlenmesinde nakit akımı gibi ölçümleri vermemektedir. Bu modellerde, hisse fiyatlarının gelecekteki nakit akımları veya iskonto oranları haberleriyle ha-

reketlendiği düşünülmektedir. (Subrahmanyam, Titman, 2001)

III. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve tamamı 184 olan İmalât Sanayi Şirketleri'nin hisse başına getirileri ile net kârları, net kârlardaki değişme, faaliyetlerden nakit akımları, faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişme, cari büyümeleri, cari olmayan büyümeleri, nakit olmayan harcama ve kayıpları, şüpheli alacak karşılıkları, alacaklarındaki, stoklarındaki ve borçlarındaki değişmeler arasındaki fonksiyonel ilişki incelenmiştir.

Araştırma verileri İMKB bültenlerinden ve İMKB'den elde edilen şirketlerin malî tablolarından hesaplanmıştır. Enflasyonun araştırma üzerine etkisinin olup olmadığını saptamak amacıyla oluşturulan 7 regresyon modeli şirketlerin malî tabloları enflasyona göre düzeltildikten sonra yeniden tekrarlanmıştır. Ancak regresyon sonuçları arasında önemli bir fark saptanamamıştır.

Araştırmada analize dahil edilen değişkenlerle ilgili doğrusallık ve normallik varsayımlarının karşılanmasını güçleştiren uç değerler araştırmadan çıkarılmıştır. Ayrıca yordayıcı değişkenler arasında birlikte doğrusallık olmadığı korelasyon katsayılarının işaretine bakılmaksızın saptanmıştır. Çoklu regresyon analizinde SPSS paket programında yaygın olarak kullanılan standart yaklaşım uygulanmıştır. Araştırmada Yoon ve Miller'in (2003) araştırmalarına benzer bir yöntem izlenmiştir.

IV. Ampirik Sonuçlar

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Hata
HBG/S	770	-2,54	11,41	0,1411	1,17327
NK/S	770	-58,86	1,87	-0,1226	2,17219
ΔNK/S	770	-58,45	58,86	-0,0313	3,02587
FNA/S	770	-38,07	55,91	-0,0344	2,49958
ΔFNA/S	770	-56,08	56,14	-0,0629	3,53517
TB/S	770	-54,04	3,91	-0,0882	2,20687
CB/S	770	-8,56	71,98	0,4935	2,68220
NOHK/S	770	-4,74	0,00	-0,0374	0,24545
NOGK/S	770	0,00	4,40	0,0235	0,21487

Ao/S	770	-13,78	0,26	-0,1856	0,55274
ŞÜA/S	770	-26,95	0,00	-0,0509	0,97314
KT/S	770	0,00	1,40	0,0510	0,09146
YFK/S	770	-38,40	0,00	-0,0890	1,38731
YFG/S	770	0,00	8,72	0,1334	0,44975
ΔAZ/S	770	-24,56	1,69	0,0588	0,91163
ΔBR/S	770	-4,59	4,39	0,0586	0,25480
ΔST/S	770	-4,26	67,18	0,3761	2,57351

Değişkenlerin Tanımlanması:
HBG: Hisse Başına Getiri
NK: Net Kâr=Faaliyetlerden Nakit Akımları +Toplam Büyüme
ΔNK:Net Kârdaki Değişme
Δ: Faaliyetlerden Nakit Akımlarındaki Değişme
TB: Toplam Büyüme=Net Kâr-Faaliyetlerden Nakit Akımları
CB: Carî Büyüme
NOHK: Nakit Olmayan Harcama ve Kayıplar

NOGK: Nakit Olmayan Gelir ve Kayıplar
Ao: Amortismanlar
ŞÜA: Şüpheli Alacaklar Karşılıkları
KT: Kıdem Tazminatı
YFK: Yatırım ve Finansman Kayıpları
YFG: Yatırım ve Finansman Gelirleri
ΔAL: Alacaklardaki Değişme
ΔBR: Borçlardaki Değişme
ΔST: Stoklardaki Değişme
Δ: Değişim
S:Satışlar

Tablo 2: Model 1: $HG=Bo+B1 \text{ Net Kâr}/S+B2 \Delta \text{Net Kâr}/S + \Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değr.	p-değr.	Beta	F	pF)	D-W	R ²
1998	NK/S	0,426	1,867	0,064	0,147	3,094	0,048	1,609	0,036
	ΔNK/S	0,124	1,170	0,244	0,092				
1999	NK/S	0,584	0,626	0,532	1,813	0,960	0,385	1,971	0,012
	ΔNK/S	-0,560	-0,593	0,554	-1,716				
2000	NK/S	-0,09	-0,489	0,625	-0,40	0,835	0,436	2,074	0,010
	ΔNK/S	-0,017	1,291	0,198	0,107				
2001	NK/S	-0,185	-1,197	0,233	-7,707	0,717	0,490	2,069	0,009
	ΔNK/S	0,212	1,196	0,233	7,703				
2002	NK/S	0,234	1,729	0,086	0,177	1,606	0,204	1,832	0,019
	ΔNK/S	0,002	0,775	0,439	0,775				

Tablo 2 Model 1'de net kâr ve net kâr-daki değişim bağımsız değişkenleri bağımlı değişken hisse getirilerinin 1998 yılında % 3,6'sını, 1999'da % 1,2'sini, 2000 yılında % 1'ini, 2001 yılında % 0,9'unu ve 2002 yılında da % 1,9'unu açıkladıkları determi-nasyon katsayılar R²lerden anlaşıl-maktadır. Buna göre net kâr ve net kârdaki değişimin hisse getirilerinin anlamlı bir yordayıcısı olmadığı görülmektedir.

Standardize edilmiş regresyon katsayılarına (β) göre, yordayıcı değişkenlerin hisse getirileri üzerindeki görece önem

sırası 1998, 1999 ve 2001 yıllarında sırasıyla net kâr ve net kârdaki değişme iken, 2000 ve 2002 yıllarında ise net kârdaki değişme ve net kâr şeklindedir. Tablo 2 Model 1'deki regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t testi ve anlamlılık düzeyleri incelendiğinde ise, net kâr ve net kârdaki değişimin genelde hisse getirileri üzerinde anlamlı bir yordayıcı olmadıkları görülmektedir. Model 1'deki F testi ve anlamlılık düzeyleri incelendiğinde de genel olarak modelin anlamlılık düzeyinin çok zayıf olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 3: Model 2: $HG = B_0 + B_1 FNA/S + B_2 \Delta FNA/S + \Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değr.	p-değr.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	FNA/S	0,260	2,157	0,032	0,208	2,706	0,070	1,587	0,032
	$\Delta FNA/S$	-0,049	-0,616	0,539	-0,060				
1999	FNA/S	0,115	0,311	0,756	0,240	0,506	0,604	1,972	0,006
	$\Delta FNA/S$	-0,081	-0,213	0,832	-0,164				
2000	FNA/S	-0,022	-1,141	0,255	-0,154	0,676	0,510	2,072	0,008
	$\Delta FNA/S$	0,020	1,060	0,291	0,143				
2001	FNA/S	-0,012	-0,685	0,495	-0,128	0,354	0,702	2,042	0,066
	$\Delta FNA/S$	0,009	0,826	0,410	0,155				
2002	FNA/S	0,066	1,039	0,300	0,098	0,730	0,484	1,834	0,009
	$\Delta FNA/S$	-0,001	-0,073	0,942	-0,007				

Tablo 3 Model 2'deki çoklu regresyon analiz sonuçları incelendiğinde faaliyetlerden nakit akımları ve faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişim bağımsız değişkenleri hisse getirilerinin 1998 yılında (R²=0,32) % 3,2'sini, 1999 yılında % 0,6'sını, 2000 yılında % 0,8'ini, 2001 yılında % 6,6'sını ve 2002 yılında da % 0,9'unu açıklayabilmektedir. Buradan bağımsız

değişkenlerin bağımlı değişken hisse getirilerinin anlamlı bir açıklayıcısı olmadıkları anlaşılmaktadır.

Model 2'de regresyon modelinin genel olarak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı F testi, regresyon katsayısı, beta değerleri ve regresyon katsayısının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçlarından anlaşılmaktadır.

Tablo 4: Model 3: $HG = B_0 + B_1 NK/S + B_2 \Delta NK/S + B_3 FNA/S + B_4 \Delta FNA/S + \Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değer.	p-değer.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	NK/S	0,307	1,119	0,265	0,106	1,923	0,104	1,585	0,045
	$\Delta NK/S$	0,192	1,104	0,271	0,143				
	FNA/S	0,020	0,097	0,923	0,016				
	$\Delta FNA/S$	0,082	0,628	0,531	0,101				
1999	NK/S	1,660	1,469	0,144	5,156	2,412	0,051	2,029	0,056
	$\Delta NK/S$	-0,999	-0,917	0,361	-3,058				
	FNA/S	-0,367	-0,837	0,404	-0,769				
	$\Delta FNA/S$	-0,615	-1,264	0,208	-1,248				
2000	NK/S	-0,046	-0,330	0,742	-0,207	0,522	0,720	2,072	0,013
	$\Delta NK/S$	0,056	0,460	0,646	0,359				
	FNA/S	0,053	0,281	0,779	0,281				
	$\Delta FNA/S$	-0,061	-0,325	0,746	-0,325				
2001	NK/S	-	-	-	-	0,960	0,413	2,032	0,017
	$\Delta NK/S$	0,043	1,472	0,143	1,577				
	FNA/S	0,143	1,335	0,184	1,475				
	$\Delta FNA/S$	0,007	0,519	0,519	0,122				
2002	NK/S	0,435	1,572	0,118	0,326	0,986	0,417	1,833	0,024
	$\Delta NK/S$	-0,016	-0,546	0,586	-0,648				
	FNA/S	-0,009	-0,066	0,947	-0,013				
	$\Delta FNA/S$	-0,074	-0,631	0,529	-0,830				

Tablo 4 Model 3'te model 1 ve 2'de kullanılan net kâr, net kârdaki değişim, faaliyetlerden nakit akımları ve faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişim değişkenleri birlikte kullanılmıştır. Model 3'teki analiz sonuçları incelendiğinde net kâr, net kârdaki değişimin, faaliyetlerden nakit akım-

larının ve faaliyetlerden nakit akımlarındaki değişimin bağımlı değişken hisse getirilerinin anlamlı bir açıklayıcısı olmadıkları determinasyon katsayıları, beta değerleri, regresyon katsayısının anlamlılığına ilişkin t-testi ve F testi sonuçlarından anlaşılmaktadır.

Tablo 5: Model 4: $HG=B_0+B_1 FNA/S+B_2 TB/S+\Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değer.	p-değer.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	FNA/S	0,445	1,985	0,049	0,357	3,173	0,044	1,600	0,037
	TB/S	0,303	1,134	0,258	0,204				
1999	FNA/S	-0,162	-1,642	0,102	-0,338	2,854	0,060	1,997	0,034
	TB/S	0,419	2,171	0,031					
2000	FNA/S	-0,001	-0,066	0,947	-0,008	0,158	0,854	2,084	0,002
	TB/S	0,007	0,300	0,764	0,037				
2001	FNA/S	0,203	1,475	0,142	2,103	1,090	0,338	2,022	0,013
	TB/S	0,040	1,468	0,144	2,093				
2002	FNA/S	0,189	1,527	0,129	0,280	1,360	0,259	1,837	0,016
	TB/S	0,224	1,120	0,264	0,205				

Tablo 5 Model 4'teki faaliyetlerden nakit akımları ve toplam büyüme ile hisse getirileri arasındaki regresyon analizi sonuçları incelendiğinde bağımsız değişkenlerin hisse getirilerinde gözlenen değişimlerin ne kadarını açıkladıklarını gösteren (R²) determinasyon katsayılarının hisse getirilerinin anlamlı bir yordayıcısı olma-

dıkları görülmektedir. Regresyon modelinin 1998 ve 1999 yıllarında anlamlı oldukları ancak 2000, 2001 ve 2002 yıllarında anlamlı olmadıkları F testi ve anlamlılık düzeylerinden anlaşılmaktadır. Regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçları da genel olarak zayıf saptanmıştır.

Tablo 6: Model 5: $HG=B_0+B_1 FNA/S+B_2 CB/S+\Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değer.	p-değer.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	FNA/S	0,281	2,842	0,005	0,225	5,173	0,007	1,637	0,059
	CB/S	-0,222	-2,273	0,024	-0,180				
1999	FNA/S	0,033	0,884	0,378	0,070	0,657	0,520	1,957	0,008
	CB/S	0,056	0,588	0,557	0,046				
2000	FNA/S	-0,05	-0,379	0,705	-0,033	0,119	0,888	2,082	0,001
	CB/S	-0,01	-0,110	0,913	-0,009				
2001	FNA/S	0,136	1,179	0,240	1,403	0,698	0,499	2,026	0,008
	CB/S	-0,035	-1,171	0,243	-1,394				
2002	FNA/S	0,056	1,050	0,295	0,083	0,953	0,388	1,823	0,011
	CB/S	-0,037	-0,669	0,504	-0,053				

Tablo 6 Model 5'te verilen analiz sonuçlarından faaliyetlerden nakit akımları ve carî büyüme ile hisse getirileri arasındaki açıklanan ilişkinin miktarını gösteren R² değerlerinin 1998 yılında % 5,9 diğer

yıllarda ise çok düşük olduğu görülmektedir. Regresyon modelinin istatistiksel olarak 1998 yılı dışında anlamlı olmadığı F testi, t-testi ve p-değerlerinden anlaşılmaktadır.

Tablo 7: Model 6: $HG=B_0+B_1 FNA/S+B_2 NOHK/S+B_3 NOGK/S+B_4 CB/S+\Sigma i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değer.	p-değer.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	FNA/S	0,347	2,651	0,009	0,278	2,875	0,028	1,639	0,064
	NOHK/S	-0,569	-0,810	0,419	-0,081				
	NOGK/S	0,808	0,433	0,666	0,033				
	CB/S	-0,249	-2,425	0,016	-0,202				
1999	FNA/S	-0,333	-0,942	0,347	-0,696	0,734	0,570	1,985	0,018
	NOHK/S	0,930	0,596	0,552	0,350				
	NOGK/S	-2,668	-1,245	0,215	-0,520				
	CB/S	-0,021	-0,064	0,949	-0,018				
2000	FNA/S	0,343	4,196	0,000	2,431	4,904	0,001	2,058	0,108
	NOHK/S	-2,276	-2,984	0,003	-1,386				
	NOGK/S	4,061	3,444	0,001	1,210				
	CB/S	-0,279	-4,279	0,000	-2,343				
2001	FNA/S	0,144	1,118	0,265	1,494	1,375	0,245	2,035	0,033
	NOHK/S	0,170	0,606	0,546	0,240				
	NOGK/S	-2,194	-1,916	0,057	-2,782				
	CB/S	0,038	0,788	0,432	1,529				
2002	FNA/S	0,027	0,339	0,735	0,040	0,565	0,689	1,816	0,014
	NOHK/S	0,292	0,584	0,560	0,146				
	NOGK/S	0,242	0,593	0,554	0,135				
	CB/S	-0,040	-0,467	0,641	-0,057				

Tablo 7 Model 6'da verilen analiz sonuçları incelendiğinde faaliyetlerden nakit akımları, nakit olmayan harcama ve kayıplar, nakit olmayan gelir ve kazançlar ve carî büyüme bağımsız değişkenleri birlikte hisse getirilerinin 1998 yılında (R²=0,064) % 6,4'ünü, 1999 yılında % 1,8'ini, 2000 yılında % 10,8'ini, 2001 yılında % 3,3'ünü ve 2002 yılında da % 1,4'ünü açıklayabilmektedir.

Bağımsız değişkenlerin 1998 ve 2000 yıllarında hisse getirilerinin bundan önceki modellere nispeten daha anlamlı bir yordayıcısı oldukları görülmektedir.

Bu durum F testi, t-testi ve anlamlılık düzeylerinden de anlaşılmaktadır. 2002 yılı hariç diğer yıllardaki standardize edilmiş regresyon katsayılarına (Δ) göre, bağımsız değişkenlerin hisse getirileri üzerindeki önem sırasında faaliyetlerden nakit akımlarının ilk sırada yer aldığı görülmektedir.

Tablo 8: Model 7: $HG=B_0+FNA/S+B_2 AO/S+B_3 \text{ŞÜA/S}+KTA/S+B_5 YFK/S+B_6 YFG/S+B_7 \Delta AL/S+B_8 \Delta BR/S+B_9 \Delta ST/S+ \sum i$

Yıl	Değişkenler	Katsayılar	t-değer.	p-değer.	Beta	F	p(F)	D-W	R ²
1998	FNA/S	0,90	0,323	0,747	0,072	2,340	0,017	1,656	0,118
	AO/S	0,305	0,689	0,492	0,139				
	ŞÜA/S	0,814	0,265	0,791	0,022				
	KTA/S	-0,374	-0,352	0,725	-0,030				
	YFK/S	3,245	1,946	0,053	0,168				
	YFG/S	1,003	2,027	0,044	0,185				
	ΔAL/S	-0,576	-1,430	0,155	-0,156				
	ΔBR/S	0,318	0,770	0,443	0,077				
	ΔST/S	-0,179	-0,629	0,530	-0,106				
1999	FNA/S	0,868	0,940	0,349	1,815	1,419	0,184	2,063	0,075
	AO/S	-1,907	-1,678	0,095	-2,690				
	ŞÜA/S	-3,647	-1,064	0,289	-4,847				
	KTA/S	-0,509	-0,182	0,856	-0,038				
	YFK/S	-0,057	-0,033	0,974	-0,108				
	YFG/S	0,843	0,592	0,555	-0,108				
	ΔAL/S	2,484	2,134	0,034	0,362				
	ΔBR/S	1,408	1,196	0,234	3,038				
	ΔST/S	-1,680	-2,156	0,033	-2,144				
2000	FNA/S	0,317	1,149	0,252	2,245	0,772	0,643	2,082	0,042
	AO/S	-0,792	-1,312	0,191	-2,931				
	ŞÜA/S	-1,113	-1,110	0,269	-0,178				
	KTA/S	1,357	1,158	0,249	0,237				
	YFK/S	-1,359	-0,832	0,407	-0,334				
	YFG/S	0,010	0,012	0,991	0,007				
	ΔAL/S	0,577	1,179	0,240	0,121				
	ΔBR/S	0,676	0,953	0,342	0,326				
	ΔST/S	-0,438	-1,484	0,140	-3,522				
2001	FNA/S	0,412	1,722	0,078	4,257	0,894	0,532	2,051	0,049
	AO/S	-0,573	-1,152	0,251	-2,339				
	ŞÜA/S	0,465	0,516	0,607	0,191				
	KTA/S	0,292	0,359	0,720	0,071				
	YFK/S	0,528	0,935	0,351	0,681				
	YFG/S	-0,146	-0,422	0,673	-0,059				
	ΔAL/S	0,330	0,870	0,385	0,103				
	Δ/S	0,860	1,551	0,123	0,153				
		-0,143	-1,381	0,169	-5,751				
2002	FNA/S	-0,039	-0,419	0,676		0,665	0,739	1,805	0,037
	AO/S	0,146	0,501	0,617					
	ŞÜA/S	1,247	1,144	0,254					
	KTA/S	-1,757	-1,377	0,170					
	YFK/S	-0,543	-0,440	0,660					
	YFG/S	-0,185	-0,485	0,628					
	ΔAL/S	0,023	0,074	0,941					
	ΔBR/S	0,157	0,315	0,753					
	ΔST/S	-0,070	-0,576	0,565					

Tablo 8 Model 7’de faaliyetlerden nakit akımları, amortismanlar, şüpheli alacak karşılıkları, kıdem tazminatları, faaliyetler-den kayıp ve kazançlar, alacak, borç ve stoklardaki değişme bağımsız değişkenleri ile hisse getirileri arasındaki çoklu reg-resyon analizi sonuçları verilmiştir.

Model 7’deki bağımsız değişkenler birlikte 1998 yılında hisse getirilerinin % 11,8’ini, 1999 yılında % 7,5’ini, 2000 yılında % 4,2’sini, 2001 yılında % 4,9’unu ve 2002 yılında ise % 3,7’sini açıklayabilmektedir. Model 7’deki R² değerleri, F testi ve t-testi sonuçları ve anlamlılık düzeyleri dikkate alındığında 1998 yılı dışındaki yıllarda bağımsız değişkenlerle hisse getirileri arasında önemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

V. Sonuç

İMKB’de hisse senetleri işlem gören 168 şirketin 1998-2002 yıllarını kapsayan araştırma sonucunda şirketlerin hisse getirileriyle net kârları, faaliyetlerden nakit akımları, alacak, stok ve borç devir hızları, faaliyetlerden kazanç ve kayıpları, carî büyümeleri, şüpheli alacak karşılıkları ve amortisman giderleri arasında zayıf bir ilişki saptanmıştır.

Kaynakça

Bartov, Eli, Goldberg, Stephen R., Sun Kim, Myung (2001), “The valuation-relevance of Earnings and Cash Flows: an international perspective”, *Journal of International Financial Management and Accounting*.

Beneda, Nancy L. (2003), “Estimating free cash flows and valuing a growth company”, *Journal of Asset Management*, Vol:4, No:4.

Charition, Andreas, Clubb, Colin, Andreov, Andreas (2000), “The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence For Japan”, *Journal of International Financial Management and Accounting*.

Dlewa, Franklin J., Friedlob, G. Thomas, “New Mays to Analyze Cash Flows”, *National Public Accountant*.

Eijelly, Abuzar M., Alghurair, Khalid S. (2001), “Performance Measures and Wealth Creation In An Emerging Market: The Case Saudi Arabia”, *International Journal of Commerce & Management*, Vol:11, No:3/4.

Gore, R., Stott, D. (1998), “Toward a more informative measure of operating performance in the REIT industry: Net income vs. funds from operations”, *Accounting Horizons*, December.

Jones, Stewart (2003), “On the Relationship Between Earnings, Cash Flows and Returns: An Australian Postscript to Lev and Zarowin (1999)”, *Review of Accounting & Finance*, Vol:2, No:1.

Lev, B., Zarowin, P., “The boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”, *Journal of Accounting Research*, Vol:37.

Livant, J. and Zarowin, P. (1990), “The incremental information content of cash-flow components”, *Journal of Accounting and Economics*, May.

O’Bryan, David (1999), “The Corroborative Relation Between Earnings and Cash Flows”, *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol:38, Iss.2, Spring.

Reicheistein, Stefan (2000), “Providing Managerial Incentives: Cash Flows Versus Accrual Accounting”, *Journal of Accounting Research*, Vol:38, No:2, Autumn.

Subrahmanyam, Avanldhar, Titman, Sheridan (2001), “Feedback from stock prices to cash flows”, *The Journal of Finance*, Vol:LVI, No:6, December.

Vanhoucke, M., Demeulemeester, E, Herroelen, W. (2001), “Maximizing the net present value of a Project which linear time-dependent cash flows”, *International Journal of Production Research*, Vol:39, No:14.

Vogt, Stephen C. (1994), “The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence From U.S. Manufacturing Firms”, *Financial Management*, Vol:23, No:2, Summer.

Yoon, Soon Suk, Miller, Gary (2003), “The Functional Relationships Among Earnings, Cash Flows and Stock Returns in Korea”, *Review of Accounting & Finance*, Vol:2, No:1.