



JOEEP

e-ISSN: 2651-5318
Journal Homepage: <http://dergipark.org.tr/joeep>



Araştırma Makalesi • Research Article

Muhasebe Verilerinin Değer İlişkisi Açısından İncelenmesi: Kârlılık Üzerine Bir Araştırma

An Examination of the Value Relevance of Accounting Information: A Study on Profitability

Ayşegül İpek Solaksubaşı^{a,*}

^a Dr. Öğr.Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi, Orhaeli Meslek Yüksekokulu, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Bölümü, 16980, Bursa/Türkiye
ORCID: 0000-0002-5743-6169

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru tarihi: 31 Temmuz 2025

Düzeltilme tarihi: 11 Ekim 2025

Kabul tarihi: 30 Kasım 2025

Anahtar Kelimeler:

Karlılık oranları

Değer ilişkisi

Panel veri analizi

ARTICLE INFO

Article history:

Received: July 31, 2025

Received in revised form: Oct 11, 2025

Accepted: Nov 30, 2025

Keywords:

Profitability ratios,

Value relevance,

Panel data analysis

ÖZ

Değer ilişkisi, finansal tablolar aracılığıyla sunulan muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri açıklayabilme gücünü ifade eder. Muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatlarıyla olan ilişkisinin istatistiksel olarak ortaya konulması, yatırımcıların karar alma süreçlerinde önemli bir rol oynamakta ve muhasebe bilgilerinin sermaye piyasaları açısından etkisini ortaya koymaktadır. Çalışmanın amacı, yatırımcılar açısından önemli bir finansal performans göstergesi olan kârlılık oranlarının değer ilgililiğini ve hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemektir. Analizde, BİST Holding ve Yatırım Endeksi'ndeki 30 şirkete ait 2010:1–2024:4 dönemine ilişkin üç aylık veriler kullanılmıştır. Bu doğrultuda oluşturulan model, klasik regresyon varsayımlarının sağlanamaması nedeniyle sabit etkiler modeli Driscoll-Kraay standart hatalarla tahmin edilmiştir. Bulgular, aktif kârlılık (ROA) ve esas faaliyet kârlılığı (OPM) ile hisse senedi fiyatları arasında negatif; net kâr marjı (NPM) ile pozitif ve anlamlı, özsermaye kârlılığı (ROE) ile pozitif ancak sınırlı anlamlı ilişkiler olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, kârlılık oranlarının hisse fiyatlarını farklı yönlerde etkileyebileceğini ve muhasebe bilgilerinin değer ilgililiğini ampirik olarak desteklemektedir.

ABSTRACT

The concept of value relevance refers to the ability of accounting information presented through financial statements to explain changes in stock prices. Demonstrating the statistical relationship between accounting data and stock prices plays a significant role in investors' decision-making processes and reveals the decision-supporting power of accounting information in capital markets. This study aims to examine the value relevance and impact of profitability ratios—which are crucial financial performance indicators for investors—on stock prices. The analysis employs quarterly data from 30 companies listed in the BIST Holding and Investment Index for the period 2010:1–2024:4. Since the classical regression assumptions were not satisfied, the model was estimated using the Fixed Effects Model with Driscoll–Kraay standard errors. The findings indicate a negative relationship between stock prices and both return on assets (ROA) and operating profit margin (OPM), a positive and significant relationship with net profit margin (NPM), and a positive but weakly significant relationship with return on equity (ROE). These results suggest that profitability ratios may influence stock prices in different directions, providing empirical evidence supporting the value relevance of accounting information.

1. Giriş

Finansal tablolar, işletmelerin finansal durumunu ve performansını belli bir düzen içerisinde sunan önemli araçlardır. Finansal tabloların temel amacı; finansal bilgi kullanıcılarına işletmelerin finansal durumu, performansı ve nakit akışlarına ilişkin gerçeğe ve ihtiyaca uygun finansal bilgi sunmaktır (TMS 1, 2018: prg. 9). Finansal tablolar

aracılığıyla sunulan bilgilerin ihtiyaca uygun olması özellikle de yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bu açıdan ihtiyaca uygunluğun incelenmesi ise değer ilgililiği ya da değer ilişkisi olarak araştırmalara konu olmaktadır.

Değer ilişkisi kavramı, muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatları veya getirilerindeki değişimleri açıklayabilme gücü olarak tanımlanmaktadır (Demir vd., 2016:14). Değer

* Sorumlu yazar/Corresponding author.

e-posta: aysegulipek@uludag.edu.tr

Atıf/Cite as: Solaksubaşı, A.İ. (2025). Muhasebe Verilerinin Değer İlişkisi Açısından İncelenmesi: Kârlılık Üzerine Bir Araştırma. *Journal of Emerging Economies and Policy*, 10(2), 396-407.

This article is published under the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate and create derivative works of this article (for both commercial and non-commercial purposes), subject to full attribution to the original publication and authors.

ilişkisi, muhasebe bilgilerinin sermaye piyasaları açısından ne ölçüde anlamlı ve yararlı olduğunu ifade eden bir kavramdır. Muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi kabul edilmesi, bu bilgilerin hisse senedi fiyatları veya getirileri ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki göstermesi durumunda söz konusudur (Barth, Beaver & Landsman, 2001). Başka bir ifadeyle, değer ilişkisi araştırmaları muhasebe verilerinin yatırımcıların karar alma süreçlerinde kullandıkları bilgileri ne ölçüde yansıttığını ve piyasa değerlerindeki değişimleri açıklayıp açıklayamadığını değerlendirir (Hellström, 2006).

Bu kapsamda, finansal tablolar aracılığıyla sunulan bilgilerin sermaye piyasaları üzerinde olan etkisinin farklı açılardan incelenmesi ve özellikle hisse senedi yatırımcıların karar sürecinde bu etkiyi dikkate alarak değerlendirme yapmaları büyük önem taşımaktadır.

Yatırımcılar, karar alma süreçlerinde sunulan muhasebe bilgilerinden yararlanarak likidite, kârlılık, sermaye yapısı ve faaliyet verimliliği gibi çeşitli boyutlarda işletmeleri değerlendirmekte ve bu sayede şirketlerin gelecekteki finansal performansına yönelik öngörüler geliştirebilmektedir.

Finansal bilgilerin sermaye piyasasındaki fiyatlamalara ne ölçüde yansıdığı, muhasebe bilgilerinin karar alma süreçlerindeki etkinliğini ortaya koymakta ve ihtiyaca uygun bilgiyi sunma amacını da değerlendirme olanağı tanımaktadır. Bu bağlamda, değer ilişkisinin analiz edilmesi, hem finansal raporlamanın sermaye piyasaları üzerindeki etkisini ölçmeye hem de yatırımcılar açısından hangi finansal göstergelerin daha açıklayıcı ve etkili olduğunu belirlemeye yardımcı olmaktadır.

Geçmiş dönemlerde yapılan çalışmalar incelendiğinde, muhasebe verileri ile hisse senedi fiyatları arasındaki değer ilişkisini ve bu verilerin fiyatlar üzerindeki etkisini konu edinen çok sayıda araştırmanın bulunduğu görülmektedir (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968; Ohlson, 1995; Collins et al., 1997). Bu çalışmaların ortak noktası büyük çoğunluğunun finansal oranlar aracılığıyla yapılmış olmasıdır (Martani ve Khairurizka, 2009; Rahman ve Liu, 2021; Aktaş, 2008). Ancak yapılan çalışmalar genel olarak muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ve ilişkisini tespit etmekle birlikte net bir görüş birliği sağlayamamıştır (Aydemir vd., 2012; Korkmaz ve Karaca, 2013; Sarı ve Kırık, 2018). Muhasebe bilgileri ile hisse fiyatları arasındaki ilişki ülkeler, zaman, sektörler ve farklı oranlar için önemli farklılıklar göstermektedir (King ve Langli, 1998; Kohansal, 2013; Korkmaz ve Karaca, 2013). Literatürde yer alan bu farklılıklar, muhasebe bilgilerinin açıklayıcılığının zaman, ülke ve sektör gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişebileceğini göstermekte; bu durum ise muhasebe bilgilerinin değer ilişkisini güncelliğini koruyan bir araştırma konusu haline getirmektedir.

Çalışmada, yatırımcılar açısından önemli bir performans göstergesi olarak kabul edilen kârlılığın (Özer ve Yücel, 2005:2), değer ilişkisi çerçevesinde incelenmesi

amaçlanmaktadır. Özellikle finansal tablolarda yer alan belirli kârlılık oranlarının hisse senedi fiyatları ile olan ilişkisi analiz edilerek, bu oranların hisse senedi fiyatlarını açıklama düzeylerinin belirlenmesi ve analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, Türkiye’de faaliyet gösteren Holding ve Yatırım şirketlerine ait panel veri seti kullanılarak gerçekleştirilecek analiz ile seçilmiş finansal göstergelerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri değerlendirilecektir. Elde edilecek bulguların, yatırımcılara şirket performansını daha sağlıklı yorumlama imkânı sunması ve finansal raporlama süreçlerine katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmanın izleyen bölümlerinde, öncelikle konuya ilişkin literatüre yer verilmekte, ardından araştırmanın veri seti ve metodolojisi açıklanmaktadır. Takip eden bölümde analiz sonuçları sunulmakta, son bölümde ise elde edilen bulgular doğrultusunda genel değerlendirmeler ve öneriler aktarılmaktadır.

2. Literatür Taraması

Muhasebede değer ilişkisi çalışmalarına öncü olarak kabul edilen çalışmalar, Ball and Brown (1968) ve Beaver (1968) tarafından yapılmıştır. Ball ve Brown (1968), ABD borsası verilerini kullanarak yürüttükleri çalışmada finansal tablolarda yer alan kârın hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ve şirket kârlarının hisse fiyatlarının belirlenmesinde faydalı bir bilgi olduğunu göstermiştir. Beaver (1968) ise finansal raporların hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceğini vurgulamış ve yatırımcıların bu bilgileri kullandığını tespit etmiştir.

Martikainen (1989), Helsinki Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 26 işletmenin belirli finansal oranlarının hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünü incelemiş ve bu gücün, raporlama tarihi yaklaştıkça arttığını, finansal tablolar yayımlandıktan sonra ise azaldığını ortaya koymuştur.

Ohlson (1995), önceki araştırmaları genişleterek, net varlıklar ve diğer finansal göstergelerle ölçülen finansal oranlarını da dahil ederek bir model geliştirmiş ve muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini doğrulamış ve bu etkiyi önemli ölçüde vurgulamıştır. Sonrasında bu model birçok araştırmacı tarafından farklı piyasalarda uygulanmış ve bu çalışmalar muhasebe verileri ile hisse fiyatları arasındaki ilişkinin ülkeler ve zaman içinde önemli farklılıklar gösterebileceğini ortaya koymuştur.

Collins vd. (1997), ABD’de 40 yıllık bir dönem boyunca hisse fiyat hareketlerini net kâr ve defter değeri ile ilişkilendirerek incelemişlerdir. Net kâra dayalı regresyon modelleri geliştirerek, hisse senedi değeri, defter değeri ve getiriler arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Ohlson modeline dayalı olarak yapılan analizlerde, muhasebe bilgilerinin ABD sermaye piyasasında hisse senedi değerinin yaklaşık %54’ünü açıkladığı sonucuna tespit ulaşmışlardır. Benzer şekilde, King ve Langli (1998) tarafından farklı ülkelerde yapılan analizlerde de muhasebe bilgilerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisinin ülkeden

ülkeye önemli ölçüde değişiklik gösterdiği belirlenmiştir.

Yu ve Huang (2005), muhasebe verilerinin hisse değerlerini etkileyebileceğini hisse senedi fiyatlarıyla olan önemli korelasyonunu göstererek, yatırımcılar için daha uygun ve doğru karar verme araçları sunduğunu ortaya koymuştur.

Martani ve Khairurizka (2009), muhasebe bilgilerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemek üzere yaptıkları çalışmalarında finansal oranların, firma büyüklüğünün ve faaliyetlerden elde edilen nakit akışının piyasaya göre düzeltilmiş getiri ve anormal getiriyi etkilediğini, yatırımcılar açısından da finansal oranların yatırım kararları almada faydalı bilgi sunabileceğini ortaya koymuşlardır. Benzer bir çalışmada Alexakis vd. (2010), finansal oranların hisse senedi getirilerinin öngörülmesinde istatistiksel olarak anlamlı ve açıklayıcı bilgiler sağladığını tespit etmişlerdir.

Kohansal vd. (2013), gıda sektöründe yaptıkları çalışmada belirli finansal oranlar ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak, cari oran, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu ancak cari oranın etkisinin başlangıçtaki etkisine oranla zamanla azaldığını gözlemlemişlerdir. Aktif devir hızındaki dalgalanmaların ise büyük ölçüde kendi iç dinamiklerinden kaynaklandığı, finansal kaldıraç oranının ise başlangıçta olumlu ama zamanla farklı tepkiler verdiği saptanmıştır. Wang vd. (2013), Şanghay Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren firmalar üzerinden elde ettikleri bulgularla, karlılık ve hisse başına kâr gibi finansal göstergelerin hisse fiyatları üzerinde en anlamlı etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Rahman ve Liu (2021) tarafından Çin borsasında 1.272 şirketi kapsayan çalışmada, karlılık, likidite ve faaliyet oranlarının hisse fiyatları ile anlamlı ve pozitif yönlü ilişkili olduğu, borç/aktif oranının ise negatif etkide bulunduğu belirlenmiştir. Hoang ve Hung (2022) ise defter değeri, firma ölçeği, karlılık ve hızlı ödeme oranı gibi değişkenlerin hisse fiyatlarıyla olan pozitif korelasyonuna dikkat çekmiştir.

Türkiye'de muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi açısından incelendiği ve bu kapsamda finansal oranlarla hisse senedi fiyatları veya getirileri arasındaki ilişkiye odaklanan pek çok çalışma bulunmaktadır. Demir (2001), PD/DD, hisse başına kâr, F/K oranı, özsermaye karlılığı, kaldıraç oranı, net kâr artış hızı, işlem görme oranı ve temettü ödeme oranının hisse senedi fiyatlarını etkileyen önemli faktörler olduğunu belirtmiştir. Aydemir, Ögel ve Demirtaş (2012), karlılık ve likidite oranlarının fiyatlar üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu, ancak faaliyet oranlarının bu bağlamda anlamlı bir ilişki taşımadığını ortaya koymuştur.

Şamiloğlu (2005), hisse başına kazanç ile hisse başına defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerinde belirgin etkiler yarattığını ifade etmiştir. Karaca ve Başcı (2011) ise karlılık rasyoları ile hisse fiyatları arasında özellikle net kâr marjı ve esas faaliyet kâr marjı açısından pozitif yönlü bir ilişki

olduğunu belirtmişlerdir. Korkmaz ve Karaca (2013), temettü ödeme oranı ile hisse başı karın fiyatları arttırıcı etkide bulunduğunu; buna karşılık aktif karlılıktaki artışın fiyatlar üzerinde olumsuz etki yarattığını saptamışlardır.

Aktaş ve Ünal (2015), Borsa İstanbul'da işlem gören yedi sigorta şirketini kapsayan analizlerinde, karlılık ile fiyatlar arasında anlamlı bağlar kurmuş ve en güçlü ilişkinin yine karlılık oranlarında görüldüğünü belirtmişlerdir. Yılmaz (2015) ise net kâr marjı ve özsermaye karlılığının negatif yönlü; aktif karlılığın ise pozitif yönlü fiyat etkisi oluşturduğunu ifade etmiştir. Sarı ve Kırkık (2018), faaliyet, likidite ve karlılık oranlarının hisse senedi fiyatları ile pozitif ilişki içerisinde olduğunu raporlamıştır.

Parlakkaya ve Kahraman (2017), hisse başına kazanç ve defter değerinin hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli belirleyiciler olduğunu tespit etmiştir. Özer ve Özçelik (2020), ise en az sayıda oranla en yüksek bilgi düzeyini sağlayan bir model geliştirerek, hisse senedi fiyatları ile ilişkili temel finansal oranları belirlemiştir. Bulgulara göre; fiyat/kazanç oranı, aktif karlılık oranı, net satışlar büyüme oranı, borç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı hisse fiyatlarıyla pozitif yönlü anlamlı ilişkilere sahipken, özsermaye çarpanı oranı ve stok devir süresi negatif ve anlamlı bir ilişki sergilemiştir.

Yapılan bazı çalışmalar ise hisse senedi getirilerini esas alarak finansal oranlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Özer ve Karbuz (2002), kâr düzeyi ile kârlardaki değişimin hisse senedi getirilerini birbirinden bağımsız olarak anlamlı şekilde açıkladığını; ayrıca, getirilerin açıklanmasında kâr değişiminin kâr düzeyine kıyasla daha etkili olduğunu ortaya koymuştur. Şamiloğlu (2005), getiriler ile nakit akımları ve faaliyet karlarının ilişkili olmadığını saptamıştır. Kalaycı ve Karataş (2005), imalat sektörü özelinde, özelinde karlılık, piyasa performansı ve verimlilik oranlarının getiriler üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

Aktaş (2008) tarafından yürütülen çalışmada, 1995–1999 dönemi için asit-test oranı ile faaliyetlerden elde edilen nakit akımının özsermayeye oranının, 2003–2006 dönemi için ise brüt kârın satışlara oranı ile net kârın satışlara oranının hisse senedi getirileri üzerinde etkili finansal göstergeler olduğu tespit edilmiştir. Ege ve Bayrakdaroğlu (2009), fiyat/kazanç oranı, nakit oranı ve varlıklar devir hızının hisse getirilerini açıklamada anlamlı olduğunu saptamıştır. Oruç (2010) ise aktif devir hızı, satış hacmi, varlık büyüklüğü ve PD/DD oranlarının yıllara göre getirilerle ilişkilendiğini göstermiştir.

Öz, Ayriçay ve Kalkan (2011), 2005 ve 2006 yıllarına ait verilerle faaliyet devir hızı, kaldıraç ve likidite oranlarının hisse senedi getirilerinin öngörüsünde anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Büyüksalvarcı (2011), 2 farklı kriz döneminde 17 finansal oranı analiz ederek, 2001 ekonomik krizinde 6, 2008 krizinde ise 4 finansal oranın hisse senedi getirileri ile anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Aydemir vd. (2012) karlılık, likidite ve kaldıraç oranlarının

pozitif etkide bulunduğunu raporlamıştır.

Korkmaz ve Karaca (2013), piyasa değeri artışı ve hisse başına kârın getirileri olumlu etkilediğini, ancak aktif kârlılığın anlamlı olmadığını saptamışlardır. Sevim (2016), çeşitli devir hızlarının ve kısa vadeli borç oranlarının getirilerle anlamlı ilişkisini göstermiştir. Cengiz ve Püskül (2016) ise hisse kârlılığı ve brüt satış marjının getirileri artırıcı; işletme kârlılığını ise azaltıcı etkide bulunduğunu ifade etmiş, kârlılık oranlarının portföy seçiminde dikkate alınabileceğini önermiştir. Ağırman ve Yılmaz (2018), firma büyüklüğü, temettü, F/K oranı ve PD/DD oranlarının getirileri açıklamada güçlü tahmin gücüne sahip olduğunu belirtmiştir.

Konuya ilişkin yapılan bazı çalışmalarda da finansal oranlar ile firma değeri ya da hisse senedi performansı arasındaki ilişkiler farklı açılardan ele alınmıştır. Birgili ve Düzer (2010), firma değeri ile faaliyet, kârlılık ve likidite göstergeleri arasında anlamlı ilişkiler kurmuştur.

Kayalıdere (2013), muhasebe bilgilerinin, analiz dönemi ve gözlem kümesine bağlı olarak firma piyasa değerinin oluşumunda belirleyici bir unsur olduğunu ampirik olarak tespit etmiştir. Uluyol ve Türk (2013) ise cari ve nakit oranlarının anlamlı etkiler taşıdığını, bazı oranların ise anlamsız olduğunu belirtmişlerdir. Ayırcay ve Türk (2014), PD/DD, kaldıraç ve aktif devir hızı gibi oranların firma değeriyle ilişkili olduğunu; Kaya ve Öztürk (2015) ise muhasebe kârları ile hisse fiyatları arasında eşbütünlük ve nedensellik ilişkisi bulunduğunu bildirmiştir. Cengiz (2020), ROE ve bazı likidite oranlarının beklenenden saparak farklı getiriler yarattığını belirlemiştir.

Yapılan literatür taraması sonucunda, finansal oranlar ile

hisse senedi fiyatları veya firma değeri arasında genel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Ancak bu ilişkilerin yönü ve gücü; kullanılan oran türü, dönem, sektör ve ülke farklılıklarına göre değişmektedir. Kârlılık oranlarının çoğu çalışmada pozitif etkisi bulunurken, bazı araştırmalarda bu etki anlamsız ya da ters yönlü olarak raporlanmıştır. Benzer biçimde faaliyet oranlarının etkisine ilişkin bulgular da tutarlı değildir. Bu durum, finansal oranların değer açıklayıcılığının farklı piyasa ve koşullara bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir. Bu çalışma, söz konusu farklılıkları Türkiye'deki Holding ve Yatırım şirketleri özelinde inceleyerek literatüre katkı sağlamayı amaçlamaktadır.

3. Metodoloji

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu araştırma ile muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi açısından incelenmesi, yatırımcıların yatırım kararlarında finansal tablolardan elde ettiği belirli kârlılık oranlarının hisse fiyatı ile olan ilişkisinin belirlemesi ve hisse senedi fiyatını açıklama düzeylerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da işlem gören ve BİST Holding ve Yatırım endeksinde yer alan şirketlerin 2010:1-2024:4 yılları arasındaki çeyrek dönemlerine ait veriler kullanılmıştır. İlgili şirketlere ait veriler, Finnet Elektronik Yayıncılık Veri Tabanı üzerinden temin edilmiştir. Veri bütünlüğünün sağlanabilmesi amacıyla, eksik veya tutarsız veriye sahip firmalar araştırma dışında bırakılmıştır. Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin listesi ve Borsa İstanbul'daki işlem kodları Tablo 1'de detaylı biçimde sunulmuştur.

Tablo 1: Araştırma Kapsamında Yer Alan Şirketler

Sıra	Kodu	Şirket İsmi	Sıra	Kodu	Şirket İsmi
1	AGHOL	AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	16	LORAS	Loras Holding A.Ş.
2	AKYHO	Akdeniz Yatırım Holding A.Ş.	17	MARKA	Marka Yatırım Holding A.Ş.
3	ALARK	Alarko Holding A.Ş.	18	METUR	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
4	BERA	Bera Holding A.Ş.	19	NTHOL	Net Holding A.Ş.
5	BRYAT	Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.	20	OSTIM	Ostim Endüstriyel Yat. ve İşletme A.Ş.
6	COSMO	Cosmos Yatırım Holding A.Ş.	21	PEHOL	Pera Yatırım Holding A.Ş.
7	DERHL	Derlüks Yatırım Holding A.Ş.	22	POLHO	Polisan Holding A.Ş.
8	DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	23	RALYH	Ral Yatırım Holding A.Ş.
9	ECILC	Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Fin. Yat. A.Ş.	24	TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
10	GSDHO	GSD Holding A.Ş.	25	TKFEN	Tekfen Holding A.Ş.
11	GLRYH	Galeri Yatırım Holding A.Ş.	26	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
12	GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	27	VERUS	Verusa Holding A.Ş.
13	SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	28	IHLAS	İhlas Holding A.Ş.
14	IEYHO	Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	29	IHYAY	İhlas Yayın Holding A.Ş.

Çalışmada bağımlı değişken olarak her çeyrek döneme ait hisse senedi kapanış fiyatı; bağımsız değişkenler olarak ise aktif kârlılık, net kâr marjı, esas faaliyet kârlılığı ve özsermaye kârlılığı oranları kullanılmıştır. Araştırma kapsamında kullanılan değişkenler, açıklamaları ve kısaltma kodları Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2: Araştırma Kapsamında Kullanılan Değişkenler

Değişken	Açıklama	Kısaltma
Hisse Fiyatı	Borsa Kapanış Fiyatı	P
Aktif Karlılığı	Net Kar / Toplam Aktifler	ROA
Net Kar Marjı	Net Kar / Net Satışlar	NPM
Esas Faaliyet Karlılığı	Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar	OPM
Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye	ROE

Bu kapsamda oluşturulan araştırmanın temel hipotezleri aşağıda sunulmuştur:

H₀: Kârlılık oranlarının (ROA, ROE, NPM, OPM) hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₁: Kârlılık oranlarının (ROA, ROE, NPM, OPM) hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada, kârlılık oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi analiz etmeye yönelik oluşturulan araştırma hipotezi, panel veri regresyon modeli ile test edilmiştir. Bu kapsamda elde edilen veriler, Stata 19 istatistiksel analiz yazılımı kullanılarak analiz edilmiştir.

Panel veri modellerinde hem zaman serisi hem de yatay kesit gözlemleri eşzamanlı olarak yer aldığından, bu yöntem araştırmacılara daha geniş ve zengin veri setleri ile analiz yapma olanağı sunmaktadır. Ayrıca panel veri kullanımı, yalnızca zaman serisi veya yatay kesit verileriyle analiz edilemeyen iktisadi sorunların incelenmesine de imkân tanımaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2013). Panel veri analizi sayesinde, farklı bireylere ait yatay kesit verileri bir arada değerlendirilerek, regresyon denklemleri daha güçlü tahmin edilebilmektedir (Baltagi, 2005:5).

Araştırmada oluşturulan temel hipotezin sınanmasına yönelik olarak aşağıdaki çoklu regresyon modeli oluşturulmuştur.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 \times ROA_{it} + \beta_2 \times NPM_{it} + \beta_3 \times OPM_{it} + \beta_4 \times ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Kurulan modelde; P bağımlı değişkeni temsil ederken, ROA, ROE, NPM ve OPM bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. Modelde α sabit terimi, β_1 , β_2 , β_3 ve β_4 ise ilgili bağımsız değişkenlere ait eğim katsayılarını, i alt indisi

şirketleri, t alt indisi ise üç aylık zaman periyodunu göstermektedir. ε_{it} terimi ise hata terimini temsil etmektedir (Tatoğlu, 2013: 4).

İlgili panel veri regresyon modelinin istatistiksel olarak geçerli ve güvenilir sonuçlar verebilmesi için analize geçmeden önce temel model varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığı çeşitli testlerle sınanmalıdır. Bu kapsamda, panel veri analizinin temel dayanaklarından biri olan bazı varsayımların geçerliliği dikkate alınarak uygun model belirleme süreci yürütülmüştür. Bu süreçte ilk olarak çoklu doğrusal bağlantı problemi olup olmadığını test etmek amacıyla korelasyon matrisi incelenmiş ve değişkenlerin varyans büyütme faktörleri (VIF) hesaplanmıştır. Devamında, panel birimleri arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını tespit etmek amacıyla Pesaran (2004) CD testi uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığı tespit edilmesi üzerine, değişkenlerin durağanlık düzeyleri, ikinci nesil birim kök testlerinden biri olan Pesaran (2007) CIPS testi ile analiz edilmiştir. Model seçim sürecinde, sırasıyla Breusch-Pagan LM testi, F testi ve Hausman testi kullanılarak sabit ve rastgele etkiler modelleri arasında tercih yapılmıştır. Seçilen modelin temel varsayımları olan değişen varyans (heteroskedastisite) Wald testi ile otokorelasyon ise Wooldridge testi ile sınanmıştır. Elde edilen bulgular doğrultusunda modelde hem değişen varyans hem de otokorelasyon problemleri saptanmış, bu durumlar karşısında model sağlam tahmin edici, özellikle standart hatalara sahip Driscoll-Kraay regresyonu kullanılarak tahmin edilmiştir.

3.3. Araştırma Bulguları

Çalışmanın bu bölümünde oluşturulan panel veri regresyon modelinin analiz sürecinde elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Regresyon analizine geçilmeden önce, çalışmada yer alan değişkenlerin dağılım özelliklerini değerlendirmek amacıyla tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış, Jarque-Bera test istatistikleri yardımıyla serilerin normallik düzeyleri analiz edilmiş ve bulgular Tablo 3’te sunulmuştur.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

	P	ROA	ROE	NPM	OPM
Ortalama	59.97	3.70	7.12	40.50	2.81
Standart Sapma	257.84	11.81	30.14	243.69	64.83
Çarpıklık	8.62	2.39	-1.67	7.38	-12.48
Basıklık	86.68	19.64	20.06	72.95	222.24
Jarque-Bera	180.000	7.494	7.558	130.000	1.200.000
Olasılık	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Gözlem Sayısı	600	600	600	600	600

Elde edilen tanımlayıcı istatistiklere göre, değişkenlerin

ortalama ve standart sapma değerleri dikkate alındığında seriler arasında önemli bir yayılım olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca, tüm değişkenler için Jarque-Bera testine ait p-değerlerinin 0.000 çıkması, serilerin normal dağılım varsayımını karşılamadığını ortaya koymaktadır.

Regresyon analizine geçmeden önce dikkate alınması gereken bir diğer önemli husus, bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki (çoklu doğrusal bağlantı) olup olmadığının incelenmesidir. Regresyon modelinde yer alan bağımsız değişkenler arasında yüksek doğrusal ilişkilerin bulunmaması, sapmasız tahminler elde edilebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2024:275). Bu kapsamda, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olup olmadığını belirlemek amacıyla korelasyon matrisi ve değişkenlere ilişkin Varyans Büyütme Faktörü (VIF) değerleri hesaplanmıştır. Tablo 4'te sunulan korelasyon matrisi incelendiğinde, tüm katsayıların 0.80'den küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı yani bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin bulunmadığını göstermektedir. Ayrıca, Tablo 5'te yer alan VIF değerlerinin ise 10'dan küçük olması da çoklu bağlantı probleminin olmadığı sonucunu desteklemektedir. (Büyüköztürk, 2011).

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

	ROA	NPM	OPM	ROE
ROA	1.0000	0.4141	0.1330	0.7402
NPM	0.4141	1.0000	0.0988	0.2268
OPM	0.1330	0.0988	1.0000	0.1116
ROE	0.7402	0.2268	0.1116	1.0000

Tablo 5: Varyans Büyütme Faktör Değerleri (VIF)

Değişken	VIF
ROA	2.58
ROE	2.25
NPM	1.23
OPM	1.02
Ortalama VIF	1.77

Çoklu doğrusal bağlantıya ilişkin bulguların ardından, panel veri analizlerinde sıklıkla karşılaşılan bir diğer önemli sorun olan yatay kesit bağımlılığı incelenmiştir.

Yatay kesit bağımlılığı, yatay kesit birimleri arasındaki gözlemlerin bağımsız olmaması diğer bir ifadeyle hata terimlerinin panel birimleri arasında korelasyon göstermesidir (Pesaran, 2006). Panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılığını tespit etmek amacıyla farklı testler kullanılmakla birlikte kesit sayısının zaman boyutundan fazla olduğu ($N > T$) durumlarda Pesaran (2004) tarafından

geliştirilen CD testi daha güvenilir ve geçerli sonuçlar sağlamaktadır (Hepaktan ve Çınar, 2011:142). Yapılan CD testi sonucu Tablo 6'da sunulmuştur. Buna göre değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı mevcuttur.

Tablo 6: Yatay Kesit Bağımlılığı

Test	Değer	P-değeri
Pesaran CD	10.731	0.0000

Panel veri modellerinde regresyon analizinin güvenilir sonuçlar verebilmesi için model değişkenlerinin durağanlık özelliklerinin test edilmesi gerekmektedir. Değişkenlerin durağan olmaması sahte bir regresyon modelinin kurulmasına neden olmaktadır. Bu durumu tespit etmek amacıyla birim kök testleri kullanılmaktadır. Modelde yatay kesit bağımlılığı gözlemlendiği için, durağanlık analizi aşamasında bu durumu dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran'ın (2007) geliştirdiği CIPS testi uygulanmıştır (Pesaran, 2007). Tablo 7'de yer alan test sonuçları incelendiğinde, tüm değişkenlerin CIPS istatistikleri %1 anlamlılık düzeyinde kritik değerlerin altında kalmaktadır. Bu durum, serilerin düzey değerlerinde durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 7: Panel Birim Kök Testleri

Değişken	CIPS İstatistiği	10% Kritik Değer	5% Kritik Değer	1% Kritik Değer
P	-2.524	-2.07	-2.15	-2.32
ROA	-2.571	-2.07	-2.15	-2.32
ROE	-2.890	-2.07	-2.15	-2.32
NPM	-2.670	-2.07	-2.15	-2.32
OPM	-2.108	-2.07	-2.15	-2.32

Durağanlık analizinin ardından, panel veri regresyon modelinin hangi yapıda tahmin edilmesi gerektiğini belirlemek amacıyla model seçimi sürecine geçilmiştir. Bu amaçla öncelikle olarak Breusch-Pagan LM testi uygulanmıştır. Breusch Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan bu test, havuzlanmış en küçük kareler modelinin (OLS) uygunluğunu, rastgele etkiler modeline karşı sınamaktadır. Testin temel amacı, panel birimlerine özgü hata bileşenlerinin varyansının sıfır olup olmadığını araştırmaktır. Eğer bu varyans sıfır ise, yani panel etkisi yoksa, havuzlanmış modelin geçerli olduğu kabul edilir. Ancak varyans anlamlıysa, panel birimleri arasında göz ardı edilemeyecek farklılıklar bulunduğu, rastgele etkiler modeli tercih edilmelidir (Baltagi, 2005:13). Sıfır hipotezinin reddedilmesi, panel etkisinin var olduğunu ve OLS modelinin yetersiz kaldığını göstermektedir (Greene, 2012).

Sabit etkiler modeli ile havuzlanmış model arasındaki tercih ise F testi aracılığıyla belirlenmiştir. Bu testin sıfır hipotezi, tüm birimlerin sabit terimlerinin eşit olduğu yönündedir. Eğer hipotez reddedilirse, her bir panel biriminin kendine özgü bir sabit etkisi olduğu kabul edilir ve sabit etkiler

modelinin tercih edilmesi gerekir (Baltagi, 2005:11).

Uygulanan model seçim testlerine ilişkin bulgular Tablo 8'de sunulmuştur. Elde edilen sonuçlar, Breusch-Pagan LM testi ile klasik havuzlanmış modelin yetersiz olduğunu, F testi ile de sabit etkilerin istatistiksel olarak anlamlı bulunduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda, analizlerde sabit etkiler modeli kullanılması uygun bulunmuştur.

Tablo 8: Panel Veri Yöntem Tercihi Testleri

Test	Test İstatistiği	p-değeri
Breusch-Pagan LM Testi	$\chi^2 = 1722.208$	0.000
F Testi (Grup etkisi)	$F(29, 566) = 13.41$	0.000

Her iki testin (Breusch-Pagan LM ve F testi) sonuçları, havuzlanmış en küçük kareler (OLS) modelinin panel veri yapısı için uygun olmadığını ortaya koymuştur. Bu durum, analizde sabit etkiler ya da rastgele etkiler modellerinden birinin tercih edilmesini gerekli kılmaktadır. Bu iki model arasında uygun tercihi belirleyebilmek amacıyla, Hausman (1978) testi uygulanmıştır. Hausman testi, sabit etkiler modeli ile rastgele etkiler modeli tarafından üretilen tahminlerin karşılaştırılması yoluyla, modelin geçerliliğini değerlendirir ve tercih edilmesi gereken yapıyı ortaya koyar. Sıfır hipotezi, tercih edilmesi gereken modelin rastgele etkiler modeli olduğunu; alternatif hipotez ise sabit etkiler modelinin doğru model olduğunu ifade etmektedir (Baltagi, 2005). Sıfır hipotezi altında hem rastgele etkiler hem de sabit etkiler tutarlıdır, ancak sabit etkiler daha etkili diğer bir ifadeyle daha az varyansa sahiptir. Alternatif hipotez altında ise rastgele etkiler modeli tutarsızdır. Bu nedenle, istatistiksel olarak anlamlı bir Hausman testi sonucu sabit etkiler modelinin kullanılmasını önerir (Wooldridge, 2010).

Tablo 9'da yer alan Hausman test sonucu incelendiğinde sabit etkiler ile rastgele etkiler modelleri arasında anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir ($\chi^2 = 54.45$; $p < 0.01$). Buna göre, gruba özgü etkilerin değişkenler ile ilişkili olduğu ve rastgele etkiler modelinin seçilmesi halinde tutarsız sonuçlar verebileceğini göstermektedir. Bu durumda, sabit etkiler modelinin seçilmesi uygun görünmektedir.

Tablo 9: Hausman Testi

Bağımsız Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli	Tesadüfi Etkiler Modeli
ROA	-2.963.513	-3.560.373
ROE	.3406443	.4094882
NPM	-.2776857	-.1695116
OPM	.2767208	.3376978
$\chi^2: 54.45$		
P-değeri 0.0000		

Analizlerde sabit etkiler tahmincisinin tercih edilmesinin ardından, bu modelin geçerli ve güvenilir sonuçlar üretebilmesi için bazı temel varsayımların sağlanıp

sağlanmadığının test edilmesi gerekmektedir. Panel veri modellerinde bu bağlamda en yaygın olarak karşılaşılan varsayım ihlalleri; heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon (hata terimleri arasında zamansal ilişki) ve yatay kesit bağımlılığı (birimler arası korelasyon) şeklindedir.

Kurulan sabit etkiler modelinde bu varsayımların test edilmesine yönelik olarak, heteroskedastisite problemi olup olmadığı Breusch-Pagan testi, otokorelasyon varlığı ise Wooldridge (2002) testi ile incelenmiştir. Söz konusu tanılayıcı testlerin bulguları Tablo 10'da özetlenmiş olup, modelin sağlamlık düzeyi bu çerçevede değerlendirilmiştir.

Tablo 10: Sabit Etkiler Modeli Varsayım Testleri

Test	F İstatistiği	P-değeri
Wooldridge Otokorelasyon Testi	$F(1,29) = 3218.145$	0.000
Modified Wald Test	$\chi^2(30) = 56,550,705.98$	0.000

Yapılan varsayım testleri sonucunda, kurulan sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve heteroskedastisite sorunlarının varlığı tespit edilmiştir. Bu tür model ihlalleri, klasik tahmin yöntemlerinin güvenilirliğini zayıflatmakta ve standart hata tahminlerinin yanıltıcı olmasına yol açmaktadır.

Bu nedenle, söz konusu varsayım sapmalarına karşı tutarlı ve sağlam standart hata tahminleri sağlayabilen bir yöntem olarak, Driscoll-Kraay (1998) standart hatalar tahmincisi tercih edilmiştir. Bu tahminci, aynı anda hem heteroskedastisiteyi hem zaman içi otokorelasyonu hem de yatay kesitler arası korelasyonu dikkate alarak, modelin geçerliliğini artırmakta ve istatistiksel çıkarımların güvenilirliğini sağlamaktadır.

Driscoll-Kraay Standart Hatalar tahmincisi, panel veri analizinde sabit etkiler modeli çerçevesinde tahmin edilen katsayıların standart hatalarını otokorelasyon, heteroskedastisite ve yatay kesit bağımlılığı gibi klasik varsayım ihlallerine karşı robust (sağlam) hâle getiren bir düzeltme yöntemidir. Söz konusu tahmin yöntemi, sabit etkiler ve rastgele etkiler modellerine uyarlanabilir niteliktedir. Aynı zamanda, heteroskedastisite durumlarında dahi geçerliliğini koruyarak, zamana ve birimlere bağlı korelasyonların genel yapısına karşı dayanıklı hata terimleri üretebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2024: 340). İlgili testin sonuçları Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 11: Driscoll-Kraay Sabit Etkiler Modeli

Bağımlı Değişken	P				
Metot	Driscoll-Kraay Robust Sabit Etkiler Modeli				
Dönem					
Gözlem Sayısı	600				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Driscoll-Kraay Standart Hata	t- istatistiği	P- Değeri	%95 Güven Aralığı
ROA	-29.635	0.5081	-5.83	0.000	[-4.027, -1.900]
NPM	0.3406	0.0951	3.58	0.002	[0.141, 0.540]
OPM	-0.2777	0.0775	-3.59	0.002	[-0.440, -0.116]
ROE	0.2767	0.1357	2.04	0.056	[-0.007, 0.561]
Sabit	55.961	16.569	3.38	0.003	[21.282, 90.640]
R ²	0.1192				
F(4,19)=39.57	Prob>F =0.0000				

Elde edilen regresyon bulguları, modelin istatistiksel anlamda geçerli olduğunu ortaya koymaktadır ($F(4,19) = 39.57$, $p < 0.0001$). Bu sonuç, bağımsız değişkenlerin modele anlamlı katkı sağladığını ve modelin bütün olarak güvenilir sonuçlar verdiğini göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelendiğinde; aktif kârlılık (ROA) katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması, bu değişkenin artmasının hisse senedi fiyatlarında bir düşüş eğilimi yaratabileceğini göstermektedir. Aynı şekilde, esas faaliyet kârlılığı (OPM) katsayısının da negatif ve anlamlı olması, bu orandaki artışın hisse fiyatlarında düşüş eğilimi yaratabileceğini ortaya koymaktadır.

Net kâr marjı (NPM) ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir katsayıya sahiptir. Bu bulgu, net kâr marjındaki artışın hisse senedi fiyatlarında yükseliş eğilimi doğurabileceğini göstermektedir.

Özsermaye kârlılığı (ROE) ise %5 anlamlılık düzeyinin sınırında yer almakla birlikte, pozitif katsayısı nedeniyle hisse senedi fiyatlarıyla pozitif yönde ilişkili olduğunu söylemek mümkündür.

4. Sonuç

Değer ilişkisi kavramı, finansal tablolar aracılığıyla sunulan bilgilerin hisse senedi fiyatları üzerindeki açıklama gücü olarak ifade edilmektedir. Bu kapsamda muhasebe bilgilerinin sermaye piyasalarında ne derece anlamlı ve açıklayıcı olduğunu değerlendirilmektedir. Bu değerlendirme, yatırımcıların karar alma süreçlerinde muhasebe bilgilerinden ne ölçüde yararlanabileceğinin de bir göstergesi niteliğindedir.

Yatırımcılar açısından muhasebe bilgilerinin hisse senedi yatırımlarında kullanımı birçok farklı analiz yöntemiyle değerlendirilebilmekle birlikte, finansal oranlar aracılığıyla analizi sıklıkla tercih edilen bir yöntem olarak karşımıza

çıkılmaktadır. Bu yöntemin kullanılmasının en temel nedenlerinden biri kullanım kolaylığı sunmasıdır. Günümüzde çeşitli veri platformları ve finansal analiz yazılımları aracılığıyla şirketlere ait finansal oranlara hızlı bir şekilde ulaşılabilen ve farklı sektör ya da şirketlere ait oranlar karşılaştırmalı bir şekilde yatırımcılara sunulmaktadır. Bu noktada yatırımcıların özellikle hisse senedi yatırımlarına ilişkin kararlarında hangi faktörleri göz önünde bulundurması ve fiyatlar üzerindeki etkisini değerlendirebilmesi büyük önem taşımaktadır.

Hisse senedi fiyatları hem şirket içi dinamiklerden kaynaklanan içsel hem de dış çevresel etkenlerden kaynaklanan dışsal birçok faktörün etkisi altındadır. Ancak bu çalışmada özellikle yatırımcılar açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilen kârlılığın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi analiz edilmiş ve bu kapsamda Borsa İstanbul'da işlem gören ve BİST Holding ve Yatırım Endeksi'nde yer alan şirketlere ait panel veri setiyle yapılan analizler sonucunda, oluşturulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve kârlılık oranlarının hisse senedi fiyatlarındaki değişimin yaklaşık %12'sini açıkladığı görülmüştür. Bu bulgu, hisse senedi fiyatları üzerinde kârlılık dışında başka değişkenlerin de etkili olabileceğini ve yalnızca kârlılık göstergeleri dikkate alınarak yapılan yatırımların yanıltıcı sonuçlar doğurabileceğini göstermektedir.

Araştırma bulgularına göre, aktif kârlılık, esas faaliyet kârlılığı ve net kâr marjı gibi göstergelerin hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiler yarattığı belirlenmiştir. Buna karşın, özsermaye kârlılığı anlamlılık düzeyi sınırında yer almakta olup etkisinin sınırlı olduğu söylenebilmektedir. Ayrıca, aktif kârlılık ve esas faaliyet kârlılığı oranlarının hisse fiyatlarıyla negatif, net kâr marjının ise pozitif yönde ilişkili olduğu gözlemlenmiştir.

Analiz sonuçları, kârlılık oranlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin oran türüne göre farklılık gösterdiğini

ortaya koymuştur. ROA ve ROE oranlarının hisse fiyatları ile pozitif ve anlamlı ilişki içinde olduğu, ancak NPM ve OPM oranlarının istatistiksel olarak anlamlı bir etki göstermediği belirlenmiştir. Bu bulgular doğrultusunda H_0 hipotezi kısmen reddedilmiş, H_1 hipotezi kısmen kabul edilmiştir.

Bu sonuçlar, finansal tablolarda sunulan bilgilerin yatırımcı kararları açısından taşıdığı önemi desteklemekte ve muhasebe bilgilerinin sermaye piyasasında değerlendirilmesine katkı sağladığını göstermektedir. Yatırımcıların şirket analizlerinde hem finansal performansı hem de bu performansın fiyatlarla olan ilişkisini ve nasıl karşılık bulduğunu da dikkate almaları gerektiği anlaşılmaktadır.

Elde edilen bulgular, literatürdeki benzer çalışmalarla da uyum içindedir. Örneğin, Ball ve Brown (1968) ile Beaver (1968) muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini ortaya koyarken, Ohlson (1995) muhasebe verilerinin firma değerlemesindeki önemini teorik düzeyde modellemiştir. Türkiye özelinde, Aktaş ve Ünal (2015) sigorta sektöründe kârlılık oranlarının hisse fiyatlarına olan etkisini anlamlı bulurken, Karaca ve Başcı (2011) ile Sarı ve Kırık (2016) ise net kâr marjı ve faaliyet kârlılığı oranlarının pozitif yönlü etkilerini tespit etmişlerdir. Ayrıca, Rahman ve Liu (2021) Çin borsasında yürüttükleri çalışmada, özellikle net kâr marjı ve hisse başına kârın yatırımcı kararları üzerinde belirleyici olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda, elde edilen sonuçların hem ulusal hem de uluslararası literatürle tutarlılık gösterdiği ifade edilebilir.

Bununla birlikte, çalışmanın belirli bir zaman aralığı ve sınırlı sayıda firma ile gerçekleştirilmiş olması, bulguların genellenebilirliğini sınırlamaktadır. Gelecek araştırmalarda farklı sektörlerin, dönemlerin ya da alternatif finansal oranların dahil edilmesi, muhasebe bilgilerinin değer ilişkisini daha derinlemesine anlamaya katkı sağlayacaktır.

Kaynakça

Ağırman, E., & Yılmaz, O. (2018). Value of Financial Ratios in Predicting Stock Returns: A Study on Borsa İstanbul (BIST). *Journal of Business, Economics and Finance (JBEF)*, 7(2), 191–199.

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.

Aktaş R., & Ünal S., (2015), The Relationship Between Financial Efficiency Ratios and Stock Prices: An Empirical Investigation on Insurance Companies Listed in Borsa İstanbul. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12), 1-16.

Alexakis, C., Patra, T., & Poshakwale, S. (2010). Predictability Of Stock Returns Using Financial Statement Information: Evidence on Semi-Strong Efficiency of Emerging Greek Stock Market. *Applied Financial Economics*, 20(8), 1321–1326.

Ayrıçay, Y., & Türk, E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (10), 53–70.

Aydemir, O., Ögel, S., & Demirtaş, G. (2012). Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19(2), 277–288.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Sata* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104.

Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(Supplement), 67–92.

Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (46), 74–83.

Büyüköztürk, Ş. (2011). *Deneyisel desenler: Öntest-Sontest Kontrol Grubu, Desen ve Veri Analizi*. Pegem Akademi.

Büyüksalvarcı, A. (2011). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Ekonomik Kriz Dönemleri İçin İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(1), 225–241.

Cengiz, H. (2020). Borsa İstanbul hisse senedi getirileri ve finansal oranlar arasındaki ilişki sınıflandırma ağacı yöntemi ile analiz. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 12(2), 204–216.

Cengiz, H., & Püskül, A. S. Ö. (2016). Hisse Senedi Getirileri ve Kârlılık Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Endeksinde İşlem Gören İşletmelerin Analizi. *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 295–306.

Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values Over The Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67.

Demir, V., Ertuğrul, M. ve Gür, E. (2016). Değer İlişkisi Üzerine Uluslararası Yayınlar, *Mali Çözüm Dergisi*, Temmuz-Ağustos, 13-31.

Demir, Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 109–130.

Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent

- Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560.
- Ege, İ., & Bayrakdaroglu, A. (2009). İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 139–158.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis* (7th ed.). Prentice Hall.
- Ha, H. T. V., Hung, D. N., & Xuan, N. T. (2022). Relationships Between Accounting Information on the Business Financial Statements and The Stock Price: A Study with LASSO Method. *Quality: Access to Success*, 23(186), 237–245. <https://doi.org/10.47750/QAS/23.186.31>
- Hausman, J. A. (1978). *Specification Tests in Econometrics*. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271.
- Hellström, K. (2006). The value relevance of financial accounting information in a transition economy: Case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325–349.
- Kalaycı, Ş., & Karataş, A. (2005). Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir Temel Analiz Araştırması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (27), 146–157.
- Karaca, S. S., & Başcı, E. S. (2011). Hisse Senedi Performansını Etkileyen Rasyolar ve İMKB 30 Endeksinde 2001–2009 Dönemi Panel Veri Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 16(3), 337–347.
- Kaya, A., & Öztürk, M. (2015). Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (67), 37–54.
- Kayalıdere, K. (2013). Hisse Senedi Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Rolü: İMKB Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5(1), 130–151.
- King, R. D., & Langli, J. C. (1998). Accounting Diversity and Firm Valuation. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 529–567.
- Kırık, Ş., & Sarı, S. (2018). Borsa İstanbul’da İşlem Gören Hisse Senetlerinin Muhasebe Verileriyle İlişkilendirilmesi: Bir Sektör Uygulaması. *İzmir Democracy University Social Sciences Journal*, 1(1), 1–15.
- Kohansal, M. R., Dadras-moghaddam, A., Karmozdi, K. M., & Mohseni, A. (2013). Relationship Between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran. *World Applied Programming*, 3(10), 512–521.
- Korkmaz, Ö., & Karaca, S. S. (2013). Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği. *Ege Akademik Bakış*, 13(2), 169–179.
- Martani, D., & Khairurizka, R. (2009). The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow from Operating Activities in the Interim Report to the Stock Return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44–55.
- Martikainen, T. (1989). Modelling Stock Price Behaviour by Financial Ratios. *Rivista di Matematica per le Scienze Economiche e Sociali*, 12(1), 119–138.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends İn Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Oruç, E. (2010). İMKB’de İşlem Gören İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri ile Çeşitli Finansal Göstergeleri Arasındaki İlişki. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1–2, 33–43.
- Öz, B., Ayriçay, Y., & Kalkan, G. (2011). Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirilerinin Tahmini: İMKB 30 Endeksi Hisse Senetleri Üzerine Diskriminant Analizi ile Bir Uygulama. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(3), 51–64.
- Özer, G., & Yücel, R. (2005). Bir Yıldan Uzun Ölçüm Dönemlerinin Düzey ve Değişim Modelleri Açısından Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki Üzerine Etkisi. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* (14), 1–22.
- Özer, G., Çam, İ., & Özçelik, T. (2020). Hisse Senedi Fiyatlarının Açıklanmasında Finansal Oranların Rolü: BIST Sanayi Endeksindeki Firmalar Örneği. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 55(2), 725–745.
- Parlakaya, R., & Kahraman, Ü. M. (2017). Muhasebe Bilgilerinin Hisse Fiyatlarını Açıklama Düzeyi Üzerine Bir Araştırma: BIST100 Uygulaması. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17(33), 46–58.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. University of Cambridge, Faculty of Economics, Cambridge Working Papers in Economics No.0435.
- Pesaran, M. H. (2006). Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure. *Econometrica*, 74(4), 967–1012.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265–312.
- Rahman, J. M., & Liu, R. (2021). Value Relevance of Accounting Information and Stock Price Reaction: Empirical Evidence from China. *SSRN Working Paper*. <https://ssrn.com/abstract=3851582>
- Sevim, U. (2016). İşletme Finansal Oranlarının Hisse Senedi

- Getirileri Üzerine Etkisi: BİST 100 İmalat İşletmeleri Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 221–235.
- Şamiloğlu, F. (2005). Hisse Getirileri ve Fiyatlarıyla Kazanç Ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Ampirik Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (26), 120–126.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel veri ekonometrisi*. Beta Yayınevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2024). *Panel veri ekonometrisi: Stata uygulamalı* (7. baskı). Beta Yayınevi.
- TMS 1 Finansal Tabloların Sunuluşu Standardı. (2018). Kamu Gözetimi Kurumu (KGK): https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2024/Kirmizi_Kitap/TMS/TMS%201.pdf (Erişim Tarihi: 05 Ekim 2025).
- Uluçol, O., & Türk, V. E. (2013). Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15(2), 365–384.
- Wang, J., Fu, G., & Luo, C. (2013). Accounting Information and Stock Price Reaction of Listed Companies - Empirical Evidence from 60 Listed Companies in Shanghai Stock Exchange. *Journal of Business & Management*, 2(2), 11–21.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Yu, H. Y., & Huang, Y. M. (2005). A Positive Analysis on The Relationship Between Stock Prices of Shanghai Market and Company Financial Report. *Commercial Research*, 4, 134–148.

Extended Summary

Purpose

Financial statements are essential tools that present businesses' financial position and performance in a structured and organized manner. The primary purpose of financial statements is to provide users of financial information with accurate and relevant insights regarding a company's financial position, performance, and cash flows. The relevance of the information presented through financial statements is particularly significant for investors. In this context, the examination of relevance is often discussed under the concept of "value relevance." The impact of financial information presented by companies through financial statements on market prices reflects the existence of value relevance.

The extent to which financial information is incorporated into capital market pricing demonstrates the effectiveness of accounting information in decision-making processes and enables an evaluation of the objective of providing relevant information. Accordingly, analyzing value relevance reveals the impact of financial reporting on capital markets and helps determine which financial indicators are more explanatory and effective for investors.

Within this framework, the study aims to examine profitability—considered a key performance indicator for investors—through the lens of value relevance. In particular, the relationship between specific profitability ratios in financial statements and stock prices is analyzed to determine the explanatory power of these ratios. The findings are expected to provide investors with a more accurate assessment of company performance and contribute to improving financial reporting processes.

Literature Review

Ball and Brown (1968) and Beaver (1968) conducted pioneering studies on value relevance in accounting. Using data from the US stock market, Ball and Brown (1968) demonstrated that profits reported in financial statements influence stock prices and that corporate earnings provide valuable information for determining stock prices. Beaver (1968), on the other hand, emphasized that financial reports can affect stock prices and confirmed that investors utilize this information. Expanding on previous research, Ohlson (1995) developed a model that incorporates balance sheet ratios, measured by net assets and other financial indicators, and confirmed the impact of accounting information on stock prices, significantly highlighting this effect.

In Turkey, numerous studies have examined the value relevance of accounting information, focusing on the relationship between financial ratios and stock prices or returns. Research conducted by Demir (2001), Aydemir, Ögel, and Demirtaş (2012), Şamiloğlu (2005), Karaca and Başcı (2011), and Korkmaz and Karaca (2013) has shown that financial ratios of firms across various sectors can have either positive or negative impacts on stock prices.

However, while these studies generally confirm the existence of a relationship between accounting information and stock prices, they have not reached a clear consensus. Moreover, the relationship between accounting information and stock prices varies significantly across countries and over time.

Methodology

This study tested the research hypothesis, which was developed to analyze the relationship between profitability ratios and stock prices, using a panel data regression model. For this purpose, quarterly data covering the period from 2010:1 to 2024:4 for companies traded on Borsa Istanbul and included in the BIST Holding and Investment Index were utilized. In the model, the dependent variable was the quarterly closing stock price (P), while the independent variables were return on assets (ROA), net profit margin (NPM), operating profitability (OPM), and return on equity (ROE). Heteroscedasticity, one of the fundamental assumptions of the model, was tested using the Wald test, whereas autocorrelation was examined using the Wooldridge test. The results indicated that the model exhibited both heteroscedasticity and autocorrelation issues. To address these problems, a fixed-effects regression model with the Driscoll-Kraay estimator, which provides robust standard errors, was employed.

Findings

The regression findings show that the model is statistically significant overall ($F(4,19) = 39.57$, $p < 0.0001$). This indicates that the independent variables jointly contribute to the explanation of stock prices.

The model's explanatory power suggests that the independent variables account for roughly 12% of the variation in stock prices ($R^2 = 0.1192$). This implies a limited, yet statistically significant, effect of profitability ratios on stock prices. Regarding individual coefficients, the negative and statistically significant coefficient of return on assets (ROA) implies that higher ROA is associated with lower stock prices. Similarly, operating profitability (OPM) has a negative and significant coefficient, indicating that increases in OPM are also associated with lower stock prices. By contrast, the net profit margin (NPM) has a positive and significant coefficient, suggesting that higher NPM is associated with higher stock prices. Return on equity (ROE), while borderline significant at the 5% level, has a positive coefficient, pointing to a positive association with stock prices.

The study's focus on a specific index and a limited number of firms constrains the generalizability of the results. Future research that incorporates different sectors, time periods, or alternative financial ratios could provide a deeper understanding of the value relevance of accounting information.