

## KAR KALİTESİ VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İMKB'DE TEST EDİLMESİ\*

**Yrd.Doç.Dr. Tülay YEL**  
Abant İzzet Baysal Üniversitesi  
İİBF, İşletme Bölümü  
[yel\\_t@ibu.edu.tr](mailto:yel_t@ibu.edu.tr)

### ÖZET

*Finansal tablolar, yatırımcılar ve diğerleri tarafından çeşitli kararların alınmasında temel kaynak olarak kullanılmaktadır. Firmanın ekonomik ve finansal performansının sonucunu gösteren kar tutarı, alınan kararların pek çoğunda önemli bir bilgi kaynağıdır. Bu nedenden dolayı firma yöneticileri kar tutarını herhangi bir çıkar gözetmeksizin ya da kendi çıkarları doğrultusunda firmanın faaliyet sonuçlarını etkileyebilmektedirler. Eğer cari dönem karları firmanın finansal durumunu yansıtmıyorsa yatırımcılar gelecek dönem karlarını tahminlediklerinde yanlış kararlar verebilirler. Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı firmaların cari dönem karıyla gelecekteki hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Bu çalışmada, İMKB'ye bağlı 1992-2003 dönemi 1448 adet firma yılı verileri kullanılmış ve lojistik regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda yapılan inceleme sonucunda İMKB'ye kayıtlı firmaların cari dönem nakit akışlarının tahakkuklara göre gelecek dönem anormal hisse senedi getirileri üzerinde daha etkili olduğu ortaya çıkmıştır.*

**Anahtar Sözcükler:** Kar Kalitesi, Karın Sürekliliği, Kar Yönetimi

### TESTING OF THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS QUALITY AND STOCK RETURNS IN İSTANBUL STOCK EXCHANGE MARKET

#### ABSTRACT

*Financial statements are used by investors and others as the main information source to make rational decisions. Earnings amount, which shows the economic and financial performance of a company, is an important source of information for decision-making. However corporate managers can influence the earnings amount either without seeking any particular interest, or according to their own interests. If current period earnings are not reflecting financial status of the company, investors can make bad decisions predicting their future period earnings. The purpose of this study is to determine the relationship between current period earnings and the future stock returns for companies at ISE. Data for the years between 1992-2003 of 1448 companies at the Istanbul Stock Exchange Market (ISE) are used. The logistic regression is employed. The results showed that current period cash flow is more effective than accruals on the future abnormal stock returns.*

**Keywords:** Earnings Quality, Earnings Persistence, Earnings Management.

\* Bu çalışmaya, TÜLAY YEL'in "Kar Kalitesi Ve Dönem Karıyla Gelecek Dönem Karları Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İMKB'de Test Edilmesi"(Hacettepe Üniversitesi SBE, 2009) adlı Doktora Tez çalışması temel oluşturmıştır.

## 1. Giriş

Mevcut ve potansiyel yatırımcıların şirketlerin finansal durumu, faaliyet sonuçları ve gelişimleri hakkında bilgi edindikleri en önemli araçlardan birisi, firmaların sunmuş oldukları finansal tablo ve raporlarıdır. Yatırımcılar finansal tablolar aracılığıyla edindikleri bilgilere göre çeşitli kararlar almaktadırlar. Bu durumda firma içinde ve dışında yer alan finansal tablo kullanıcıları için finansal tabloların hazırlanması ve sunulmasının da güvenilir olması son derece önem kazanmaktadır. Ayrıca güvenilir finansal tablolar ve raporlar sermaye piyasasının ve ekonominin güvenilir bir ortamda gelişmesine de etki etmektedir.

Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri, pek çok farklı durum karşısında uygulanabilirliğin sağlanabilmesi için alternatif seçenekler içermektedir. Bu farklı seçenekler ya da esneklik belirsizlik ortamında faaliyetlerini sürdürmek zorunda olan şirketler için elbette ki kaçınılmazdır. Yöneticiler farklı seçenekleri kullanırken iyi ya da kötü niyetli olabilirler. Bu durumda ulaşacağı kar tutarını ve kar kalitesini etkileyecektir. Yönetici, firmanın başarılı olduğunu göstermek için çok yüksek tutarda karlılık sağlayarak firma değerini yükseltmek isteyebilir. Çünkü genellikle şirketlerde kullanılan en önemli ve kritik ölçüt karlılıktır. Firmanın karlılığı ve karlılığın sürdürülebilir olması yatırımcılar açısından dikkatle takip edilen önemli bir bilgi kaynağı olma özelliğini sürdürmektedir.

Firma yöneticilerinin bazı amaçlara ulaşmak için finansal tablolarda gösterilen firma karını olduğundan farklı gösterme eğilimleri, firmaların elde ettikleri sonuçlara göre karar veren yatırımcıları yanıltabilmektedir. Böyle bir durumda; firmanın karı gerçek faaliyet sonuçlarını yansıtmadığında yatırımcılar, finansal tablo kullanıcıları ve dolayısıyla ülke ekonomisi ve sermaye piyasası çok büyük zarara uğrayabilecektir. Yöneticilerin firmanın faaliyetlerinden ortaya çıkan sonucu farklı gösterme eğilimleri yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenlerini zedelemektedir. Bu olumsuzlukları önlemek için yatırımcıları ve finansal tablo kullanıcılarını kar kalitesi konusunda bilgilendirmek gerekmektedir. Kar kalitesinin literatürde herkesçe kabul edilen bir tanımı yoktur. Cari dönem kar performansının gelecek dönem karını tahminlemede iyi bir gösterge olması durumunda karlar yüksek kaliteli olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle; kar kalitesi kar performansının gelecek dönemde ne ölçüde süreklilik göstereceğini belirten bir ölçümdür.

## 2. Kar Kalitesi Kavramı

Kar kalitesi kavramı, farklı kurumların karları arasında değerlendirme yapma ihtiyacından ve kalite farklarını ortaya koymak için ortaya atılmıştır (Bernstein, 1989). Schipper ve Vincent (2003) kar kalitesi kavramı çok yaygın olarak kullanılmasına rağmen, ne bu kavram için herkesçe kabul edilen bir tanım ne de kar kalitesini ölçmek için genel kabul görmüş bir aracın bulunmadığını belirtmektedirler. Kar kalitesi üzerine yapılmış birçok araştırmada, herhangi bir değerlendirmeden önce, yazarlar kendi ölçme araçları ile uyumlu olan bir kar kalitesi tanımı yapmaktadırlar. Bu tanımlar doğal olarak, karın bazı özelliklerine dayandırılarak yapılmaktadır (Özkan ve diğerleri, 2006).

Bu çalışmada bazı farklı kavramlardan yola çıkarak ve muhasebe literatüründeki çalışmalara dayandırılarak, kar kalitesi tanımlarına yer verilecektir. Schipper ve Vincent (2003) literatürde çoğu zaman “süreklilik” (persistence) gösteren karlar ile

“sürdürülebilir” (sustainable) karların birbirinin yerine eşdeğer olarak kullanıldığını belirtmektedirler. Schipper ve Vincent yüksek kalite karları sürdürülebilir ya da süreklilik gösteren kar olarak tanımlamışlardır. Williams (2005) genellikle karlar, sürdürülebilir ise yüksek kaliteli olduğu düşünülür. Örneğin, firmanın mallarına bağlı müşteriler veya marka tanınmışlığından doğan karlar yüksek kalitelidir. Diğer taraftan bir binanın satışından ya da bir davanın olumlu sonuçlanmasından elde edilen karlar tipik olarak tekrar etmez (bir defalıktır), yani sürdürülemez. McKee gelecek dönemlere ait karları tahmin etmede mevcut döneme ait karların kullanışlı olduğunu belirtmektedir. “Kar kalitesi” kavramını basitçe, mevcut döneme ait karların gelecek dönemlere ait olacak karların tahminini ne kadar iyi yaptığını gösterir (McKee, 2005).

Penman ve Zhang (2002) gelir tablosunda olağanüstü kalemlerden önce yer almış olan karın, gelecek dönemlere ait olan karın tahmini için iyi bir gösterge olması durumunda, iyi kalitede olduğunu ifade etmişlerdir. Yani, yüksek kaliteli karları, finansal analizlerde belirtildiği gibi “sürdürülebilir kar” olarak belirtmektedirler. Aynı zamanda bir muhasebe uygulaması sürdürülemez (unsustainable) karlar ortaya çıkarıyorsa, sözkonusu sürdürülemez karları da düşük kaliteli kar olarak belirtmektedirler.

FASB’ın kavramsal ifadesine göre, kullanıcının, ilgilendiği konularda doğru tahmin yapma yeteneğini arttırmak üzere, karın bileşenleri ve net kara ait bölümlerini de içeren tüm finansal raporlama araçları için, karın tahmin edilebilmesi özelliği göz önünde tutulması gereken en önemli unsurlardan biridir. Bu açıdan bakıldığında tahmin etme gücü karar verme kullanışlılığı ile bağlantılıdır ve bu yüzden kullanıcının özellikle tahmin sürecine ve hedefine duyarlılık gösterir (Schipper ve Vincent, 2003). FASB kar kalitesini, yatırımcıların cari döneme ait olan karları etkili bir şekilde kullanarak gelecek dönem karlarını tahminlemesindeki yararlılık olarak tanımlanmıştır (SFAS No.132, par.26, FASB,1998).

Hodge (2003) kar kalitesini rapor edilen karların ne ölçüde gerçek karları temsil ettiği şeklinde tanımlamaktadır. Chan, Chan, Jegadeesh ve Lakonishok (2006) kar kalitesini, açıklanan karların ne ölçüde esas faaliyet bilgilerini yansıttığı şeklinde tanımlamaktadır. Hisse senedi fiyatları açısından bakıldığında, piyasa ne kadar açıklanan kar üzerinde durursa ve firmanın kar kalitesini göz önünde bulundurmazsa, hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinde geçici sapmalar olabilecektir. Chan ve diğerleri bu nedenle karın kalitesini ölçen araçların gelecekte yaşanacak hisse senetleri fiyatlarındaki hareketleri ölçme gücüne sahip olması gerektiğini belirtmişlerdir. Lev (1989), karın rolünün, yatırımcıya hisse senetlerinden ne kadar geri alacağı bilgisini vermek olduğunu söylemiştir. Yani, geleceği tahmin etmede daha güçlü olan kar daha kalitelidir.

Carnes, Jones, Biggart ve Barker’a göre (2003) karın kaliteli olabilmesi için tahmin etme özelliğine ve istikrara sahip olması gerektiğini belirtmişlerdir. İstikrarlı bir kar akışı gelecek dönem karını ve hisse senedi getirisini tahmin edilmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum kar ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi güçlendirmektedir. Firmalar stok maliyetlerini (örneğin firmanın stok pozisyonunu koruması için yapması gerekli masraflar ve eskime maliyetlerini) düşürmek, pek çok harcamaları elimine etmek ve fark edilen bir kalite artışı sağlamak için tam zamanında stok (JIT) uygulamalarını benimsemektedirler. Bu nedenle de firmaların JIT’i

benimsemesi sonucu daha çok tahmin edilebilir bir kar akışını ve istikrarı getireceğini belirtmektedirler.

Schipper ve Vincent (2003) kar kalitesinin faaliyetlerden elde edilen nakdin kara oranı ölçütü, nakde olan yakınlığın yüksek kalitede kar olduğunu belirtmektedir. Barragato ve Markelevich'e göre (2003) karın nakite olan yakınlığı arttıkça kar kalitesi artacak ve gelecek dönem faaliyet nakit akışını tahmin edebilen bir kar akışı özelliğiyle "yüksek kaliteli" bir nitelik sunacaktır.

Comiskey ve Mulford eğer aynı dönemde olan nakit akışları tahakkuk eden kazanç ya da karlardan (zarar ya da kayıplardan) büyük (düşük) ise yüksek kaliteli kar olarak ve ilişkili nakit akışları kazanç ya da karlardan (zarar ya da kayıplardan) daha düşük (yüksek) ise düşük kaliteli kar olarak tanımlamaktadırlar. Bu bakış açısına göre, kazanılmamış gelirleri ve ertelenmiş giderleri olan bir şirketin karının yüksek kalitede ve tahakkuk etmiş kazanç ile önceden ödenmiş harcamaları olan bir şirketin karının ise düşük kalitede olduğu söylenebilir (McNichols, 2002).

Dechow ve Schrand (2004)'a göre karların cari performansı yansıtması, kar verilerinin gelecekteki performansı tahmin etmede yararlı olması ve doğru olarak firmanın işsel değerini yıllık olarak gösteriyor olması gereklidir. Bu bağlamda kar yönetiminin kar kalitesini düşüreceğini belirtmektedirler.

Beaver (2000)'e göre kar yönetimi, kar kalitesini geliştirebilir veya azaltabilir. Lo (2007) fazlasıyla yönetilmiş karların düşük kar kalitesine sahip olduğu görüşünü benimsemektedir. Ancak, karların yönetilmemiş olması yüksek kar kalitesinin garantisi değildir. Çünkü kar kalitesini etkileyen başka faktörler de bulunmaktadır. Lo örneğin standartları kendi lehine göre kullanan muhasebecilerin düşük kalitede finansal raporlama sunacaklarını belirtmektedir. Ancak diğer faktörler veri olarak sabit kabul edildiğinde, kar yönetimiyle kar kalitesi arasında yakın bir ilişki görülebileceğini de belirtmiştir.

### **3. Kar Kalitesini Etkileyen Faktörlerden Kar Yönetimi**

Kar yönetimi gerçek işlemlerin manipülasyonu ve tahakkuk manipülasyonu olarak incelenmiştir.

#### **3.1. Gerçek İşlemlerin Manipülasyonları**

Karlar; tahakkuklar ve nakit akışlarından oluşur ve bu bileşenlerden herhangi birinin manipülasyonu kar rakamlarını etkileyecektir. Bir yönetici nakit akışlarını etkileyecek gerçek ekonomik uygulamalar yapabilir. Buna örnek olarak, araştırma ve geliştirme faaliyetlerini azaltmak ve indirim yaparak satışları artırmak verilebilir. Gerçek işlemlerin manipülasyonları kurallara uygun olduğu sürece genel kabul görmüş muhasebe kurallarını ihlal etmez. Bu tür faaliyetler genellikle kaliteli bir denetim gerektirmez ve SEC tarafından yargılanmaz. Bu tür faaliyetler kar kalitesi ve firmanın gelecekteki performansı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir ve kar yönetiminin bir çeşididir.

Şirketlerin karı manipüle etmek amacı ile gerçek işlemleri kullandığını halka açık olan verileri kullanarak ortaya koymak zordur. Bir şirketin muhasebeye uygun davranışla bir işlemi gerçekleştirmesi şirketin muhasebe sonuçlarından dolayı bu işlemi

yaptığının kanıtı değildir. Bir şirketin sadece muhasebe ile ilgili sonuçlar almak için bir işlem yaptığını söyleyebilmek için, o şirketin alternatif olarak ne yaptığını, ne yapması gerektiğini ve ne yapabildiğini bilmek gerekmektedir(Dechow ve Schrand, 2004, 39).

Birkaç araştırma, gerçek işlemlerin manipüle edildiğini kanıtlamıştır. Hand (1989) şirketlerin hisse başına karlardaki geçici ve beklenmedik düşüşleri hafifletmek için borç-özsermaye takas işlemi (debt-to-equity swaps) yaptıklarını bulmuştur. Borç-özsermaye takas işlemi, iki şirket arasında takas yapan banka aracılığıyla borç kağıdı yerine hisse senedi olarak ya da hisse senedi verip borç kağıdı olarak gerçekleşir. Bartov (1993) şirketlerin zaman içerisindeki kar değişkenliğini yumuşatmak için varlık satışlarının zamanını ayarladıklarını belirtmiştir. Bushee (1998) kurumsal kişilikleri yeterince gelişmemiş olan şirketlerin karları anormal bir şekilde düştüğü zaman, araştırma ve geliştirme faaliyetlerini azalttıklarını bulmuştur. Dechow ve Sloan çok fazla araştırma ve geliştirmeye yer veren şirketlerin, tepe yöneticileri emekli olmadan hemen önce araştırma ve geliştirme faaliyetlerini azalttıklarını ortaya çıkarmışlardır. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerini ihlal etmeyen bu faaliyetler kar kalitesini etkilemektedir (Dechow ve Schrand, 2004, 40).

### **3.2.Tahakkuk Manipülasyonu**

Kar yönetiminin karın kalitesini düşürdüğü söylenebilir. Bu bağlamda, bazı araştırmacılar karın kalitesine kar yönetimi perspektifinden yaklaşmışlardır. Eğer kar yönetimi yapıldığına dair bir ipucu yoksa kar kalitesinin daha yüksek olduğunu varsaymışlardır. Bu perspektiften bakıldığında, karların yöneticiler tarafından manipüle edilip edilmediği araştırılırken tahakkuklar da incelenmektedir.

Tahakkuklar bir firmanın karları ile nakit akışları arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Yani pozitif geniş tahakkuklar, karın nakit akışlarından çok daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu varsayıma dayanarak yapılan bazı araştırmalar, tahakkukların büyüklüğü ile karlara yapılan manipülasyonlar arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmaktadır. Çünkü yüksek tahakkuklar yönetimin bir performans göstergesi olarak karı artırmak için tahakkukları kullandığının bir göstergesi olabilir (sigorta giderlerini düşük, hasılatın yüksek gösterilmesi gibi) veya tahakkukların fırsatçı bir yaklaşım ile yönetildiğini gösterebilir (Özkan ve diğerleri, 2006).

Yöneticilerin istedikleri kar rakamlarına ulaşmak için kullandıkları ikinci yol tahakkukları yönetmektir. Bu yöntemde, şirket faaliyetlerini değiştirmez, fakat çok fazla iyimser bir tavırla hali hazırda bir faaliyet için karı arttıran kayıtlar yapar. Karı arttırmaya yönelik örnekler içerisinde, şüpheli alacak hesabını düşürmek, masraf kaydı yerine varlık kaydetmek ve tükenen varlıkların gider kayıtlanmasını önlemek (örneğin varlığın değeri yok olduğu halde bilançoda hala bir varlık gibi tutuyorsa) sayılabilir.

Tahakkuklar kar yönetimi yapmak bir fırsat oluştururlar. Çünkü tahakkuklar yöneticilerin tahmin yapmasını ve yargılarda bulunmalarını gerektirir. Tahakkuklardaki yargı arttıkça, kar yönetimi için yaratılan fırsat da artar. Örneğin yöneticiler beklenen ürün iadeleri ile ödeme yapamayacak olan müşterilerin oranını, stokta oluşan değer düşüklüğünü, şartlara bağlı borçlara ilişkin (örneğin işletme açılan bir dava) hesapları farklı bir aralıkta tahmin edebilirler ve maddi duran varlıklarla ilgili bazı maliyetleri duran varlıklara eklemek ya da gider kaydetmekte serbest bırakılmışlardır.

Tahakkuk yönetimi, karın vade yapısını etkilemektedir. Başka bir ifadeyle, bir dönemdeki karın yüksek belirlenmesi bir başka dönemdeki karın düşük belirlenmesi demektir. Örneğin, bir dönemdeki şüpheli alacak maliyetinin düşük kaydedilmesi (yüksek kaydedilmiş karlar), diğer dönemde arta kalan miktar kadar alacaklar hesabına bir gider kaydedilmesi ile sonuçlanır (karların düşük kaydedilmesi). Yani, tahakkuk yönetimine dayanan kar yönetimi stratejileri, eğer bu değişimden beklenen maliyetler, ilk tahakkuk yönetimi yapılan durumdaki faydaların üzerine çıkmıyorsa rasyoneldir. Birçok durumda, tahakkuk değişimleri, bu değişimleri emecek kadar yüksek karların olduğu zaman yapıldığında fark edilmeyecektir.

Birçok uygulamada fırsatçı bir biçimde tahakkuklar yoluyla yapılan kar yönetimi genel kabul görmüş muhasebe ilkelerini ihlal etmez. Örneğin, yöneticiler muhasebe yöntemleri arasından seçim yapabilirler. Yüksek kaliteli raporlama yapmak isteğinde doğru seçim, söz konusu işlemi ekonomik açıdan en iyi biçimde yansıtır. Birçok durumda, yöneticiler ekonomik kanıtlara gerek duymadan istediği metodu seçmekte serbesttir (hızlandırılmış amortisman yerine sabit amortisman kullanmak gibi) (Dechow ve Schrand, 2004, 40-42).

Birçok araştırmadan elde edilen sonuçlara göre, tahakkuk tutarının fazla olması durumunda firmanın kar yönetimi yaptığını gösteren potansiyel bir araç olduğu söylenebilir. Dechow, Sloan ve Sweeney (1996) haklarında dava açılan şirketlerin kontrol grubu göre daha fazla tahakkuku olduğunu bulmuşlardır. Richardson, Tuna ve Wu (2002) yaptıkları çalışmada karlarını yeniden açıklayan şirketlerin bu işlemden önceki döneme göre daha fazla tahakkukları olduğunu bulmuşlardır.

#### 4. Veri Seti ve Değişkenlerin Tanımlanması

Çalışmada dönem karıyla gelecek dönem hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu modelde kullanılan bağımlı değişken anormal hisse senedi getirisi (RET)'dir. RET bağımlı değişkeni için kullanılan örneklem hacmi 1448 firma yılını kapsamaktadır.

Uygulamada kullanılan modellerin temel dayanağı olan toplam tahakkuklar Richardson, Sloan, Soliman ve Tuna'nın (2005) çalışması temel alınarak sınıflandırılmıştır. İlk sınıflandırmada bilanço nakit ve tahakkuk olarak iki ana kaleme ayrılmıştır. Hazır değerleri nakit kalem (ROAC) olarak değerlendirildikten sonra geriye kalan bütün kalemler de tahakkuk (TACC) olarak değerlendirilmiştir.

İkinci sınıflandırmada bilanço iş faaliyetlerinin doğasına göre nakit, kısa vadeli faaliyetler, uzun vadeli faaliyetler ve finansal faaliyetler olarak ayrıştırılmıştır. Bu durumda tahakkuklar (TACC); kısa vadeli faaliyet kalemleri (WC), uzun vadeli faaliyet kalemleri (NCO) ve finansal kalemlerdeki (FIN) değişimlerden oluşmaktadır. Bu bağlamda tahakkuklar aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$(1) \quad TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN$$

Tahakkukların da her biri alt kalemlere ayrılarak daha da detaylandırılmıştır. Kısa vadeli faaliyet kalemleri ( $\Delta WC$ ); daha ayrıntılı olarak ayrıştırıldığında;

$$\Delta WC = \Delta COA + \Delta COL$$

(2)

$\Delta COA$  kısa vadeli faaliyet varlıklarındaki değişimdir.  $\Delta COA$  kısa vadeli ticari alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlık kalemlerindeki değişimlerden oluşmaktadır.  $\Delta COL$  kısa vadeli borçlardaki değişimi göstermektedir.  $\Delta COL$  ticari borçlar, alınan avanslar, borç ve gider karşılıklarındaki değişimlerden oluşmaktadır.

$\Delta NCO$  uzun vadeli faaliyet kalemleri daha ayrıntılı olarak ayrıştırıldığında;

$$\Delta NCO = \Delta NCOA + \Delta NCOL$$

(3)

$\Delta NCOA$  uzun vadeli faaliyet varlıklarındaki değişimdir.  $\Delta NCOA$  uzun vadeli ticari alacaklar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklardaki değişimlerden oluşmaktadır.  $\Delta NCOL$  uzun vadeli ticari borçlar, borç ve gider karşılıkları, alınan avanslardaki değişimlerden oluşmaktadır.

$\Delta FIN$  finansal kalemleri ayrıntılı olarak ayrıştırıldığında;

$$\Delta FIN = \Delta STI + \Delta LTI + \Delta FINL$$

(4)

$\Delta STI$  menkul kıymetlerdeki değişim olarak ele alınmıştır.  $\Delta LTI$  ise finansal duran varlıklardaki değişimi içermektedir.  $\Delta FINL$  diğer kısa vadeli alacaklar, diğer uzun vadeli alacaklar, finansal borçlar, diğer uzun vadeli borçlar, sermaye, emisyon primi ile kar dağıtımını içermektedir.

Yukarıdaki bilgiler ışığı altında elde edilen bütün değişkenlerin her biri ortalama toplam varlıklara bölünerek deflate edilmiştir. Analizde kullanılan dönem karıyla gelecek dönem karları arasındaki ilişki modelleri için gerekli olan RET bağımlı değişkeni hesaplanırken İMKB'ye bağlı firmaların her yıl için Nisandan-Nisana 12 aylık dönemi incelenmiştir.  $RET = \text{Firma Getirisi} - \text{Ağırlıklandırılmış Ortalama Getiri}$  olarak hesaplanmıştır.

İMKB'den elde edilen aylık firma getiri oranları aracılığıyla her firmanın yıllık hisse senedi getirileri hesaplanmıştır.  $\text{Hisse Senedi Getirisi} = \frac{\text{Dönem Sonu Hisse Senedi Fiyatı} - \text{Dönem Başı Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Dönem Başı Hisse Senedi Fiyatı}}$  olarak hesaplanmıştır. Ağırlıklandırılmış Ortalama Getiri ise firmaları pazar büyüklüklerine göre 10'luk gruplara ayrılmıştır.  $\text{Pazar Büyüklüğü Değeri} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} \times \text{Hisse Sayısından bulunmuştur}$ . Pazar Büyüklüğü değerinden de Ağırlıklı Ortalama Getiri elde edilmiştir.

## 5. Kullanılan Modeller

### 5.1. Birinci Model

Birinci modelde toplam tahakkuklar bir bütün olarak ele alınmıştır. Karın tahakkuk bileşeninin nakit bileşeninden daha düşük sürekliliğe sahip olduğu beklenen model için aşağıdaki denklem kullanılmıştır (Richardson, Sloan, Soliman ve Tuna, 2005).

$$RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 TACC_t + v_{t+1} \quad (5)$$

$\rho_0$  = Sabit katsayı,  $\rho_1$  =Nakit akış sürekliliği,  $\rho_2$  =Tahakkuk sürekliliği,  $v_{t+1}$  = Hata terimidir. Burada  $\rho_2 < 0$  olması beklenmektedir.

### 5.2. İkinci Model

İkinci modelde tahakkuklar kısa vadeli faaliyet, uzun vadeli faaliyet ve finansal kalemler olmak üzere üç alt kategoriye ayrılmaktadır.

$$RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta WC_t + \rho_3 \Delta NCO_t + \rho_4 \Delta FIN_t + v_{t+1} \quad (6)$$

Burada  $\rho_1$  karın nakit akış bileşeninin sürekliliğini ölçerken  $\rho_2$ ,  $\rho_3$  ve  $\rho_4$  her bir tahakkuk bileşeninin nakit akış bileşenine göre sürekliliğini ölçer.

### 5.3. Üçüncü Model

Tahakkuklar; kısa vadeli faaliyet varlıkları, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli faaliyet varlıkları, uzun vadeli borçlar, menkul kıymetler, finansal duran varlıklar ve finansal kaynaklar olmak üzere daha ayrıntılı sınıflandırma yapıldığında model aşağıdaki şekilde ifade edilecektir.

$$RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta COA_t - \rho_3 \Delta COL_t + \rho_4 \Delta NCOA_t - \rho_5 \Delta NCOL_t + \rho_6 \Delta STI_t + \rho_7 \Delta LTI_t - \rho_8 \Delta FINL_t + v_{t+1} \quad (7)$$

Burada  $\rho_1$  karın nakit akış bileşeninin sürekliliğini ölçerken  $\rho_2$ ,  $\rho_3$ ,  $\rho_4$ ,  $\rho_5$ ,  $\rho_6$ ,  $\rho_7$  ve  $\rho_8$  her bir tahakkuk bileşeninin nakit akış bileşenine göre sürekliliğini ölçer.

## 6. Dönem Karıyla Gelecek Dönem Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Ampirik Analiz Sonuçları

Dönem karıyla gelecek dönem getirileri arasındaki ilişki incelenirken lojistik regresyon analizi uygulanmıştır. Modelde bağımlı değişken olan anormal hisse senedi getirileri (RET) negatif ve sıfır ise 0, pozitif ise 1 değerleri verilerek analize katılmıştır.

### 6.1. Özet İstatistikî Bilgiler ve Korelasyon Sonuçları

Analizde kullanılan birinci modeldeki değişkenlere ilişkin özet istatistikî bilgiler Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Birinci Modelin Özet İstatistikî Bilgileri**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 TACC_t + v_{t+1})$$



Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama (Mean)	Ortanca (Median)	Standart Sapma
TACC <sub>t</sub>	1448	-5,101	1,042	0,025	0,045	0,288
ROAC <sub>t</sub>	1448	-0,529	0,992	0,032	0,006	0,098
RET <sub>t+1</sub>	1448	-9,684	18,906	0,045	-0,124	1,779

Tablo 1’de görüldüğü gibi analize katılan firma sayısı 1448’dir. (TACC<sub>t</sub>) toplam tahakkukların ortalama değeri 0,025’dir. Firmaların ortalama tahakkuklarını gösteren bu değer toplam varlıkların %2,5’uğunu oluşturmaktadır. Analiz kapsamında yer alan firmaların varlıklarından elde ettiği ortalama (ROAC<sub>t</sub>) cari dönem nakit akışlarının değeri %3,2’dür. (RET<sub>t+1</sub>) gelecek dönem anormal hisse senedi getirilerinin ortalama değeri %4,5’dir. (RET<sub>t+1</sub>) gelecek dönem anormal hisse senedi getirilerinin en düşük değeri (-9,684), en yüksek değeri (18,906)’dur. En yüksek standart sapmaya (RET<sub>t+1</sub>) gelecek dönem anormal hisse senedi getirilerinin (1,779) sahip olduğu görülmektedir. Diğer değişkenlerin standart sapma değerleri; (TACC<sub>t</sub>) toplam tahakkukların (0,288) ve (ROAC<sub>t</sub>) cari dönem nakit akışlarının (0,098)’dir.

Analizde kullanılan ikinci modelimizdeki değişkenlere ilişkin özet istatistikî bilgiler Tablo 2’de verilmiştir.

**Tablo 2: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan İkinci Modelin Özet İstatistikî Bilgileri**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta WC_t + \rho_3 \Delta NCO_t + \rho_4 \Delta FIN_t + v_{t+1})$$

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama (Mean)	Ortanca (Median)	Standart Sapma
$\Delta WC_t$	1448	-0,728	1,052	0,114	0,111	0,167
$\Delta NCO_t$	1448	-0,548	1,186	0,041	0,018	0,146
$\Delta FIN_t$	1448	-4,745	1,017	-0,129	-0,101	0,301
ROAC <sub>t</sub>	1448	-0,529	0,992	0,032	0,006	0,098
RET <sub>t+1</sub>	1448	-9,684	18,906	0,045	-0,124	1,779

Tahakkuk kalemleri incelendiğinde; ( $\Delta WC_t$ ) kısa vadeli faaliyet kalemleri (%11,4), ( $\Delta NCO_t$ ) uzun vadeli faaliyet varlıkları (%4,1) pozitifken, ( $\Delta FIN_t$ ) finansal kalemler (-%12,9) negatif ortalamaya sahiptir. Tahakkuk bileşenlerinin standart sapma değerlerine bakıldığında en düşük standart sapma ( $\Delta NCO_t$ ) uzun vadeli faaliyet varlıkları (0,146), ikinci sırada ( $\Delta WC_t$ ) kısa vadeli faaliyet kalemleri (0,167) ve ( $\Delta FIN_t$ ) finansal kalemler’in standart sapması da (0,301)’dir.

Analizde kullanılan üçüncü modeldeki değişkenlere ilişkin özet istatistikî bilgiler Tablo 3’de verilmiştir.

**Tablo 3: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Üçüncü Modelin Özet İstatistikî Bilgileri**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta COA_t - \rho_3 \Delta COL_t + \rho_4 \Delta NCOA_t - \rho_5 \Delta NCOL_t + \rho_6 \Delta STI_t + \rho_7 \Delta LTI_t - \rho_8 \Delta FINL_t + v_{t+1})$$

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama (Mean)	Ortanca (Median)	Standart Sapma
$\Delta COA_t$	1448	-1,170	1,300	0,224	0,202	0,201
$\Delta COL_t$	1448	-0,870	0,843	-0,104	-0,081	0,142
$\Delta NCOA_t$	1448	-0,401	1,217	0,071	0,044	0,144
$\Delta NCOL_t$	1448	-0,673	0,599	-0,027	-0,020	0,043
$\Delta STI_t$	1448	-0,633	1,101	0,021	0,000	0,097
$\Delta LTI_t$	1448	-0,308	0,901	0,029	0,001	0,085
$\Delta FINL_t$	1448	-4,823	0,994	-0,181	-0,145	0,283
$ROAC_t$	1448	-0,529	0,992	0,032	0,006	0,098
$RET_{t+1}$	1448	-9,684	18,906	0,045	-0,124	1,779

Tablo 3 incelendiğinde tahakkuklardan ( $\Delta COA_t$ ) kısa vadeli faaliyet varlıkları (%22,4), ( $\Delta NCOA_t$ ) uzun vadeli faaliyet varlıkları (%7,1), ( $\Delta STI_t$ ) menkul kıymetler (%2,1) ve ( $\Delta LTI_t$ ) finansal duran varlıklar (%2,9) pozitif ortalamaya sahiptir. Buna karşılık ( $\Delta COL_t$ ) kısa vadeli borçlar (%10,4), ( $\Delta NCOL_t$ ) uzun vadeli borçlar ve ( $\Delta FINL_t$ ) finansal kaynaklar (%18,1) negatif ortalamaya sahiptir. En düşük standart sapma ( $\Delta NCOL_t$ ) uzun vadeli borçlar %4,3'dür.

$RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 TACC_t + v_{t+1}$  birinci model ile,  
 $RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta WC_t + \rho_3 \Delta NCO_t + \rho_4 \Delta FIN_t + v_{t+1}$  ikinci model için korelasyon Tablo 4'de gösterilmiştir.

**Tablo 4: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Birinci ve İkinci Modellerin Korelasyon Tablosu**

	$RET_{t+1}$	$ROAC_t$	$TACC_t$	$\Delta WC_t$	$\Delta NCO_t$
$ROAC_t$	0,051 0,052				
$TACC_t$	0,019 0,475	-0,168** 0,000			
$\Delta WC_t$	0,004 0,890	-0,163** 0,000	0,327** 0,000		
$\Delta NCO_t$	0,035 0,189	0,003 0,910	0,046 0,080	-0,022 0,406	
$\Delta FIN_t$	-0,006 0,811	-0,071** 0,007	0,643** 0,000	-0,233** 0,000	-0,444** 0,000

\*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4 incelendiğinde; (ROAC<sub>t</sub>) cari dönem nakit akışları ile (TACC<sub>t</sub>) toplam tahakkuklar, (ΔWC<sub>t</sub>) kısa vadeli faaliyet kalemleri ve (ΔFIN<sub>t</sub>) finansal kalemleri arasında sırasıyla %16,8, %16,3, %7,1'lik negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir. (TACC<sub>t</sub>) ile (ΔWC<sub>t</sub>) kısa vadeli faaliyet kalemleri arasında %32,7'lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir. (ΔWC<sub>t</sub>) kısa vadeli faaliyet kalemleri ile (ΔFIN<sub>t</sub>) finansal kalemler arasında %23,3'lük negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

(ΔNCO<sub>t</sub>) uzun vadeli faaliyet varlıkları ile (ΔFIN<sub>t</sub>) finansal kalemler arasında %44,4'lük negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

**Tablo 5: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Üçüncü Modelin Korelasyon Tablosu**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta COA_t - \rho_3 \Delta COL_t + \rho_4 \Delta NCOA_t - \rho_5 \Delta NCOL_t + \rho_6 \Delta STI_t + \rho_7 \Delta LTI_t - \rho_8 \Delta FINL_t + v_{t+1})$$

	TACC <sub>t</sub>	RET <sub>t+1</sub>	ROAC <sub>t</sub>	ΔCOA <sub>t</sub>	ΔCOL <sub>t</sub>	ΔNCOA <sub>t</sub>	ΔNCOL <sub>t</sub>	ΔSTI <sub>t</sub>	ΔLTI <sub>t</sub>
RET <sub>t+1</sub>	0,019 0,475								
ROAC <sub>t</sub>	-0,168** 0,000	0,051 0,052							
ΔCOA <sub>t</sub>	0,278** 0,000	0,087** 0,001	-0,025 0,334						
ΔCOL <sub>t</sub>	0,006 0,819	-0,098** 0,000	-0,175** 0,000	-0,537** 0,000					
ΔNCOA <sub>t</sub>	0,061* 0,019	0,052* 0,047	0,009 0,726	0,085** 0,001	-0,102** 0,000				
ΔNCOL <sub>t</sub>	-0,046 0,077	-0,043 0,098	-0,016 0,534	-0,200** 0,000	0,110** 0,000	-0,087** 0,001			
ΔSTI <sub>t</sub>	0,182** 0,000	0,051 0,054	-0,098** 0,000	-0,019 0,471	-0,161** 0,000	-0,034 0,203	-0,033 0,206		
ΔLTI <sub>t</sub>	0,085** 0,001	0,016 0,554	-0,064** 0,015	-0,125** 0,000	0,016 0,544	-0,166** 0,000	0,047 0,075	0,008 0,771	
ΔFINL <sub>t</sub>	0,597** 0,000	-0,009 0,740	-0,021 0,431	-0,123** 0,000	-0,031 0,239	-0,389** 0,000	-0,072** 0,006	-0,027 0,298	-0,060* 0,023

\*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Üçüncü model için korelasyon tablosu Tablo 5’de gösterilmiştir. Tablo 5 incelendiğinde,  $(TACC_t)$  cari dönem toplam tahakkuklar ile  $(ROAC_t)$  varlıkların nakit getirisi arasında %16,8’lik negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(TACC_t)$  cari dönem toplam tahakkuklar ile  $(\Delta COA_t)$  kısa vadeli faaliyet varlıkları,  $(\Delta STI_t)$  menkul kıymetler,  $(\Delta LTI_t)$  finansal duran varlıklar,  $(\Delta FINL_t)$  finansal kaynaklar arasında sırasıyla %27,8, %18,2, %8,5, %59,7’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(TACC_t)$  cari dönem toplam tahakkuklar ile  $(\Delta NCOA_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları arasında %6,1’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %5’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(RET_{t+1})$  gelecek dönem anormal hisse senedi getirileri ile  $(\Delta COA_t)$  kısa vadeli faaliyet varlıkları arasında %8,7’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(RET_{t+1})$  gelecek dönem anormal hisse senedi getirileri ile  $(\Delta NCOA_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları arasında %5,2’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %5’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(RET_{t+1})$  gelecek dönem anormal hisse senedi getirileri ile  $(\Delta COL_t)$  kısa vadeli borçlar arasında %9,8’lik negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(ROAC_t)$  varlıkların nakit getirisi ile  $(\Delta COL_t)$  kısa vadeli borçlar,  $(\Delta STI_t)$  menkul kıymetler ve  $(\Delta LTI_t)$  finansal duran varlıklar arasında sırasıyla %17,5, %9,8, %6,4’lük negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(\Delta COA_t)$  kısa vadeli faaliyet varlıkları ile  $(\Delta COL_t)$  kısa vadeli borçlar,  $(\Delta NCOL_t)$  uzun vadeli borçlar,  $(\Delta LTI_t)$  finansal duran varlıklar ve  $(\Delta FINL_t)$  finansal kaynaklar arasında sırasıyla %53,7, %20, %12,5, %12,3’lük negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(\Delta COA_t)$  kısa vadeli faaliyet varlıkları ile  $(\Delta NCOA_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları arasında %8,5’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(\Delta COL_t)$  kısa vadeli borçlar ile  $(\Delta NCOA_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları ve  $(\Delta STI_t)$  dönen varlıklardaki menkul kıymetler arasında sırasıyla %10,2, %16,1’lik negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(\Delta COL_t)$  kısa vadeli borçlar ile  $(\Delta NCOL_t)$  uzun vadeli borçlar arasında %11’lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(\Delta NCOA_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları ile  $(\Delta NCOL_t)$  uzun vadeli borçlar,  $(\Delta LTI_t)$  finansal duran varlıklar ve  $(\Delta FINL_t)$  finansal kaynaklar arasında sırasıyla %8,7, %16,6 ve %38,9’luk negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

$(\Delta NCOL_t)$  uzun vadeli borçlar ile  $(\Delta FINL_t)$  finansal kaynaklar arasında %7,2’lik negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1’lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.  $(\Delta LTI_t)$  finansal duran varlıklar ile  $(\Delta FINL_t)$

finansal kaynaklar arasında %6'lık negatif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %5'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir.

## 6.2. Dönem Karıyla Gelecek Dönem Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiye İlişkin Modellerin Analiz Sonuçları

**Tablo 6: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Birinci Modelin Sonuçları**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 TACC_t + v_{t+1})$$

	Katsayı	Standart Hata	Wald	(df)	Exp(B)	-2 Log likelihood	Cox & Snell R <sup>2</sup>	Nagelkerke R <sup>2</sup>
Sabit	-0,396	0,058	46,277**	1,000	0,673			
ROAC <sub>t</sub>	2,398	0,578	17,201**	1,000	11,000	1952,334	0,016	0,022
TACC <sub>t</sub>	0,705	0,241	8,548**	1,000	2,023			

\*\* , \* sırasıyla %1, %5 düzeyde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 6'ya göre; (ROAC<sub>t</sub>) cari dönem nakit akışları bir birim arttığında (RET<sub>t+1</sub>) gelecek dönem anormal hisse senedi getirisi 11,0 kat artmaktadır. (TACC<sub>t</sub>) cari dönemin toplam tahakkukları bir birim arttığında (RET<sub>t+1</sub>) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 2,023 kat artmaktadır. (TACC<sub>t</sub>) cari dönemin toplam tahakkuk katsayısı 0,705'ken, (ROAC<sub>t</sub>) cari dönem nakit akışlarının katsayısı 2,398 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Cox & Snell R<sup>2</sup> istatistiğine göre modeldeki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yaklaşık olarak %1,6'lık bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. -2 Log likelihood istatistiğine göre model anlamlı bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara göre yatırımcıların tahakkuk unsurunun sürekliliğini göz ardı ettiklerini ya da anlamadıklarını ve anormal hisse senedi getirileri ile tahakkuklar arasındaki ilişkinin pozitif olduğu ifade edilebilir.

**Tablo 7: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan İkinci Modelin Sonuçları**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta WC_t + \rho_3 \Delta NCO_t + \rho_4 \Delta FIN_t + v_{t+1})$$

	Katsayı	Standart Hata	Wald	(df)	Exp(B)	-2 Log likelihood	Cox & Snell R <sup>2</sup>	Nagelkerke R <sup>2</sup>
Sabit	-0,453	0,073	38,360**	1,000	0,635			
ROAC <sub>t</sub>	2,526	0,586	18,568**	1,000	12,506	1944,793	0,021	0,029
$\Delta WC_t$	1,032	0,384	7,227**	1,000	2,806			
$\Delta NCO_t$	1,503	0,445	11,386**	1,000	4,494			
$\Delta FIN_t$	0,859	0,279	9,449**	1,000	2,361			

\*\* , \* sırasıyla %1, %5 düzeyde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 7'ye göre;  $(ROAC_t)$  cari dönem nakit akışları bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönem anormal hisse senedi getirisi 12,5 kat artmaktadır.  $(\Delta WC_t)$  Kısa vadeli faaliyet kalemleri bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönem anormal hisse senedi getirisi 2,806 kat artmaktadır.  $(\Delta NCO_t)$  Uzun vadeli faaliyet varlıkları bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 4,494 kat artmaktadır.  $(\Delta FIN_t)$  Finansal kalemler bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 2,361 kat artmaktadır. Cox & Snell  $R^2$  istatistiğine göre modeldeki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yaklaşık olarak %2,1'lik bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. -2 Log likelihood istatistiğine göre model anlamlı bulunmuştur. Bütün bağımsız değişken katsayıların pozitif olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle;  $(ROAC_t)$  cari dönem nakit akışlarının katsayısının 2,526'lık en yüksekken,  $(\Delta WC_t)$  kısa vadeli faaliyet kalemlerinin katsayısı 1,032,  $(\Delta NCO_t)$  uzun vadeli faaliyet varlıkları 1,503,  $(\Delta FIN_t)$  finansal kalemlerin katsayısı 0,859 bulunmuştur. Bu sonuçlar istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur Ancak sabit katsayısının negatif ve %1'lik istatistiksel anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmektedir. Bu durumda birinci modelde olduğu gibi  $(ROAC_t)$  cari dönem nakit akışları  $(RET_{t+1})$  gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi üzerinde tahakkuklara oranla çok daha yüksek oranda etkili olduğu söylenebilir.

**Tablo 8: Gelecek Dönem Anormal Hisse Senedi Getirisini Ölçmede Kullanılan Üçüncü Modelin Sonuçları**

$$(RET_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROAC_t + \rho_2 \Delta COA_t - \rho_3 \Delta COL_t + \rho_4 \Delta NCOA_t - \rho_5 \Delta NCOL_t + \rho_6 \Delta STI_t + \rho_7 \Delta LTI_t - \rho_8 \Delta FINL_t + v_{t+1})$$

	Katsayı	Standart Hata	Wald	(df)	Exp(B)	-2 Log likelihood	Cox & Snell $R^2$	Nagelkerke $R^2$
Sabit	-0,761	0,103	54,439**	1,000	0,467			
$ROAC_t$	2,529	0,601	17,684**	1,000	12,538			
$\Delta COA_t$	1,275	0,380	11,265**	1,000	3,580	1919,208	0,039	0,052
$-\Delta COL_t$	0,254	0,527	0,233	1,000	1,290			
$\Delta NCOA_t$	1,477	0,453	10,633**	1,000	4,378			
$-\Delta NCOL_t$	-0,911	1,412	0,416	1,000	0,402			
$\Delta STI_t$	2,219	0,599	13,743**	1,000	9,199			
$\Delta LTI_t$	1,463	0,671	4,753*	1,000	4,317			
$-\Delta FINL_t$	0,581	0,279	4,334*	1,000	1,787			

\*\* , \* sırasıyla %1, %5 düzeyde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

**Not:** df: Serbestlik derecesi, -2 Log likelihood: Modelin anlamlılığı, Cox & Snell  $R^2$  ve Nagelkerke  $R^2$ : Modeli açıklama gücü

Tablo 8'e göre;  $(ROAC_t)$  cari dönem nakit akışları bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 12,538 kat artmaktadır.  $(\Delta COA_t)$  Kısa vadeli faaliyet varlıkları bir birim arttığında  $(RET_{t+1})$  gelecek dönemdeki anormal hisse

senedi getirisi 3,580 kat artmaktadır. ( $\Delta NCOA_t$ ) Uzun vadeli faaliyet varlıkları bir birim arttığında ( $RET_{t+1}$ ) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 4,378 kat artmaktadır. ( $\Delta STI_t$ ) menkul kıymetler bir birim arttığında ( $RET_{t+1}$ ) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 9,199 kat artmaktadır. ( $\Delta LTI_t$ ) Finansal duran varlıklar bir birim arttığında ( $RET_{t+1}$ ) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 4,317 kat artmaktadır. ( $\Delta FINL_t$ ) Finansal kaynaklar bir birim arttığında ( $RET_{t+1}$ ) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi 1,787 kat azalmaktadır. Cox & Snell  $R^2$  istatistiğine göre modeldeki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yaklaşık olarak %3,9'luk bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. -2 Log likelihood istatistiğine göre model anlamlı bulunmuştur. ( $\Delta COL_t$ ) kısa vadeli borçlar ve ( $\Delta NCOL_t$ ) uzun vadeli borçlar istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Sabit ile ( $\Delta NCOL_t$ ) uzun vadeli borçların katsayısı negatif bulunmuştur. ( $\Delta FINL_t$ ) finansal kaynakların katsayısı pozitif olup, yapı olarak negatif özellik taşıyan bu kalemlerin cari dönem varlıkların kalitesini düşürücü yönde etkilediği anlamına gelmektedir. ( $ROAC_t$ ) Cari dönem nakit akışlarının katsayısının 2,529'luk en yüksekken, ( $\Delta COA_t$ ) kısa vadeli faaliyet varlıklarının katsayısının 1,275, ( $\Delta NCOA_t$ ) uzun vadeli faaliyet varlıklarının katsayısı 1,477, ( $\Delta STI_t$ ) menkul kıymetlerin katsayısı 2,219, ( $\Delta LTI_t$ ) finansal duran varlıkların katsayısı 1,463 ve ( $\Delta FINL_t$ ) finansal kaynakların katsayısı 0,581'dir. Cari dönem nakit akışları, kısa vadeli faaliyet varlıkları, uzun vadeli faaliyet varlıkları, menkul kıymetlerin katsayıları istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Finansal duran varlıklar ve finansal kaynaklar istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre ( $ROAC_t$ ) cari dönem nakit akışları ( $RET_{t+1}$ ) gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi üzerinde tahakkuklara oranla birinci ve ikinci modelde olduğu gibi çok daha yüksek oranda etkilidir.

## 7. Sonuç

Cari dönem kar performansının gelecek dönem karını tahminlemede iyi bir gösterge olması durumunda yüksek kaliteli kar olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle; kar kalitesi kar performansının gelecek dönemde ne ölçüde süreklilik göstereceğini belirten bir ölçüm olarak tanımlanabilir. Buna göre firmanın cari karları gerçek performansını yansıtıyorsa gelecekte elde edilecek karın da tahmin edilmesi konusunda önemli bir işleve sahip olacaktır. Firma yöneticilerinin, muhasebeleştirme işlemlerinde ya da firmanın faaliyetleri ile ilgili kararlarında, herhangi bir çıkar gözetmeksizin ya da kendi çıkarları doğrultusunda takdir haklarını yanlış biçimde kullanması sonucunda oluşan kar tutarı; firmanın gerçek finansal durumunu ve faaliyet sonucunu göstermeyecektir. Bu durum firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarara uğramalarına ve finansal piyasaya olan güvenlerinin sarsılmasına neden olacaktır. Dolayısıyla ekonomideki fonların yanlış ve verimsiz alanlarda kullanılması ülke ekonomisinin zarar görmesine de neden olabilecektir.

Yatırımcıların ve finansal tablo kullanıcılarının bu olumsuz sonuçlardan etkilenmemesi için kar kalitesini ve onu etkileyen faktörlerden kar yönetimi hakkında bilgiler sunulmuştur. Yatırımcılar açısından dönem karıyla gelecek dönem hisse getirileri arasındaki ilişki hakkında bilgi sahibi olmalarıyla kaynaklarını ve kararlarını etkin ve verimli bir şekilde kullanmaları sağlanacaktır. Bunun sonucunda da ekonomideki fonların etkin ve verimli bir şekilde kullanılması gerçekleşecektir.

Dönem karıyla gelecek dönem hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlayan çalışma 1992-2003 dönemine ait İMKB'ye kayıtlı 1448 firma yılını kapsamaktadır. Bu modele önce doğrusal regresyon uygulanmıştır. Ancak anlamlı sonuçların elde edilememesi lojistik regresyon yönteminin kullanılmasını gerektirmiştir.

Sonuç olarak, yapılan incelemelerden elde edilen bulgulara dayalı olarak, cari dönem nakit akışlarının tahakkuklara göre gelecek dönemdeki anormal hisse senedi getirisi üzerinde daha yüksek oranda etkili olduğu ifade edilebilir. Ayrıca elde edilen sonuçlar yatırımcıların tahakkuk unsurunun sürekliliğini göz ardı ettiğini ya da anlamadıklarını, gelecekteki hisse senedi getirileri ile tahakkuklar arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu göstermektedir.

### Kaynakça

- Barragato, C. & Markelevich, A. (2003). Earnings quality following corporate acquisition, *Paper presented at American Accounting Association 2004 Mid Atlantic Region Annual Meeting* <http://myweb.cwpost.liu.edu/amarkele/papers/earningsquality-123103-final.PDF>
- Bartov, E. (1993). The timing of asset sales and earnings manipulation, *Accounting Review*, 68 (4), 840-856.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research*, 38 (1), Spring, 127-148.
- Bernstein, L, A., (1989). *Financial Statements Analysis: Theory, Application, and Interpretation*. Fourth Edition, Irwin.
- Bushee, B, J. (1998). The influence of institutional investor on myopic R&D investment behavior, *Accounting Review*, 73 (3), 305-333.
- Carnes, T. A., Jones, J. P., Biggart, T. B., & Barker, K. J. (2003). Just-in-time inventory systems innovation and the predictability of earnings, *International Journal of Forecasting*, 19 (4), 743-749.
- Chan, K..L., & Chan, K. C. (2006). Jegadeesh, Narasimhan; Lakonishok, Josef; earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79 (3), 1041-1082.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. United States of America.
- Dechow, P., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), 1-36.
- Hand, J. (1989). Did firms undertake Debt-Equity Swaps for an accounting paper profit or true financial gain?, *The Accounting Review*, 64 (4), 587-623.
- Hodge, F. (2003). Investor' perceptions of earnings quality, auditor independence, and the usefulness of audited financial information, *Accounting Horizons, Supplement*, 37-48.



- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical. *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement, 153-192.
- Lo, K. (2007). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting&Economics*, October, 1-8.
- McKee, T. E. (2005). *Earnings management: an executive perspective*. United States of America.
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (4), Supplement, 61-69.
- Özkan, S., Durukan, B., & Dalkılıç, F. (2006, Mart). *Approaches to measuring quality of earnings and discussion of the applicability of these approaches to İstanbul Stock Exchange (ISE) companies*. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, 7. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, İstanbul.
- Penman, S. H. & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *Accounting Review*, 77 (2), 237-264.
- Richardson, S., Tuna, A., I., & Wu, M. (2002). Predicting earnings management: The case of earnings restatementsl. *Working paper, University of Pennsylvania*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=338681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=338681).
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3), 437-485.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality, accounting horizons, supplement, 97-110.
- Sfas No.132, Par.26, FASB,1998.<http://www.fasb.org/pdf/fas132.pdf>
- Williams, P. A. (2005). The effect of pension income on the quality of corporate earnings:IBM, A case study. *Issues In Accounting Education*, 20 (2), May, 167-181.



