

## MUHASEBE BİLGİLERİNİN HİSSE FİYATLARINI AÇIKLAMA DÜZEYİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA: BİST100 UYGULAMASI

**Raif PARLAKKAYA\***

**Ümran M. KAHRAMAN\*\***

### ÖZET

Bu çalışma BİST100 firmaları için muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyat düzeylerini açıklama da bir etkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla yapılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda bir model oluşturmak için şirketlerin hisse senedi fiyatı bağımlı değişken olarak alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise hisse başına dönem kârı/zararı ve hisse başına defter değeri olarak belirlenmiştir. Veri seti, 2012-2015 yılları için toplanarak bir panel veri regresyon modeli oluşturulmuştur. Panel veri modellerinden klasik model, rassal etki modeli ve sabit etkiler modeli tahminleri yapılmış ve en uygun modelin sabit etkiler modeli olduğu görülmüştür. Panel veri regresyon modeli varsayımları sağlanmadığı için dirençli tahmincilerden Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılarak katsayılar elde edilmiştir. Çalışma sonucunda, muhasebe değişkenlerinin hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli bir role sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Hisse fiyatları, Muhasebe bilgileri, Panel veri, Sabit etkili model, Driscoll-Kraay standart hatalar

**JEL sınıflandırması:** C23, C33, G11

---

\* Necmettin Erbakan Üniversitesi , Prof. Dr.

\*\* Necmettin Erbakan Üniversitesi, Yrd. Doç. Dr.

---

## A RESEARCH ON THE EXPLANATION OF SHARES PRICES WITH ACCOUNTING INFORMATION: BİST 100 APPLICATION

### ABSTRACT

This study was conducted to investigate whether accounting information for BİST100 firms has an effect on explaining stock price levels. To create a model in line with the aim of the study, the stock price of the companies is taken as a dependent variable. The independent variables are determined as per share profit / loss and per share value. The data set was collected for 2012-2015 and a panel data regression model was created. From the panel data models, classical model, random effect model and fixed effect model estimates were made and it was seen that the most suitable model was the fixed effect model. Because panel data regression model assumptions were not provided, coefficients were calculated using the Driscoll-Kraay estimator from the robust estimators. As a result of the study, it turns out that accounting variables play an important role in explaining stock prices.

**Keywords:** Share prices, Accounting information, Panel data, Fixed effect model, Driscoll-Kraay standard errors

### 1. GİRİŞ

Sermaye piyasaları, tasarrufların ekonomiye kazandırılmasında önemli rol oynamaktadır. Yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yapma kararlarını bazı analizler sonucunda verirler. Hisse senedi fiyatlarının firmaya ilişkin finansal performansla ilişkilendirilebilmesi, yatırımcı kararlarına yön vermede oldukça etkili olmaktadır.

Hisse senedi satın alan bir yatırımcının o hisse senedini elinde tuttuğu sürece sağlayabileceği nakit girişleri sadece temettülerden oluşur. Bu nedenle menkul kıymet analizcileri ilk olarak firmanın faaliyet sonuçları, yani kâr ve temettülerle ilgilenirler (Arslan, 2002).

Firmanın defter değeri ile cari piyasa değerinin karşılaştırılması, yatırım stratejisinin oluşumunda rasyonel bileşenlerden biridir. Muhasebe bilgilerini kullanarak hisse senedi fiyatları hakkında çıkarsama yapmak için farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlar, açıklayıcı değişken olarak bilanço kalemlerini kullanan bilanço modeli, hisse senedinin değeri yerine getiriye esas alan gelir tablosu modeli ve hem bilanço hem de gelir tablosu modellerini içeren fiyat modelidir (Kayalidere, 2013).

Çalışmanın hipotezi, muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli bir etkiye sahip olduğudur. Hipotezi test etmek için, BİST100 firmalarını kapsayan bir uygulama ile yapılmıştır. Bu çalışmada, muhasebe bilgilerinin hisse fiyatlarını açıklamaya katkısının olup olmadığını araştırmak için fiyat modelinden faydalanılmıştır. Fiyat modeli çerçevesinde, bağımlı değişken olarak hisse senetlerinin piyasa fiyatı alınmış ve firmaların 2012-2015 yılları arasındaki hisse başına dönem kâr/zararı ve hisse başına defter değeri (özkaynak/hisse senedi sayısı) açıklayıcı değişkenler olarak belirlenmiştir. Tüm değişkenler için yılsonu değerleri esas alınmıştır.

### 2. LİTERATÜR

Literatürde hisse senedi fiyatlarını açıklamada finansal oranların ve muhasebe değişkenlerinin kullanıldığı çalışmalar mevcuttur. Çalışmalar, Türkiye’de BİST’te işlem gören firmalar üzerinde yapılan araştırmalar ve yurtdışında diğer borsalardaki durum incelemeleri şeklinde ikiye ayrılabilir. Bu bölümde, literatürdeki bazı örneklere değinilmiştir.

Kaya ve Öztürk (2015), muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi BİST’te Gıda, İçki ve Tütün sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2000-2013 dönemindeki verilerini

kullanarak incelemiştir. Aktif kârlılık, net kâr marjı ve esas faaliyet kârlılığı için hisse senedi fiyatları ile nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Nargeleçekenler (2011), hisse senedi fiyatlarıyla fiyat/kazanç oranı ilişkisini araştırırken 2000-2008 dönemi için panel veri modeli oluşturmuştur. Sektör bazında ele aldığı çalışmasında panel düzeltilmiş standart hatalar (PCSE) modeliyle pek çok sektör için düşük fiyat/ kazanç oranı ilişkisinin varlığını ortaya koymuştur.

Kayalıdere (2013), çalışmasında hisse başına piyasa değerini, hisse başına defter değeri ve hisse başına kâr değişkenleri ile açıklayan Ohlson modelini kullanmıştır. 2005-2011 döneminde borsada işlem gören mali sektör firmalarının verileriyle yapılan regresyon analizlerinde mali sektör alt sektörlerine ve veri toplanan yıllara göre ayrı ayrı ele alınmıştır. Araştırma sonucunda muhasebe bilgilerinin firma piyasa değerinin oluşumunda belirleyici olduğu kanısına varılmıştır.

Asif, vd. (2016), Pakistan menkul kıymetler borsasında işlem gören KSE-30 şirketleri için hisse başına kâr, hisse başına defter değeri, hisse başına işletme sermayesi ve hisse başına net işletme nakit akışı değişkenlerinin hisse fiyatlarını açıkladığı bir model oluşturmuştur. 2006-2013 yılları arasında gözlemlenen verilere klasik en küçük kareler regresyonu uygulayarak muhasebe bilgisi parametrelerinin hisse senedi fiyatlarını belirlemede önemli olduğunu ortaya koymuşlardır.

Nimalathasan ve Vijltha (2014) çalışmalarında, Kolombo Menkul Kıymet Borsasındaki imalat sektörü şirketlerinin hisse senedi fiyatlarını açıklamada hisse başına kâr, hisse başına net varlık değeri, özsermaye kârlılık oranı ve fiyat/kazanç oranı değişkenlerini kullanarak 2008-2012 yılları arasındaki 5 yıllık bir dönem için korelasyon ve regresyon analizleri yapılmıştır. Analizler sonucunda muhasebe bilgileri ile hisse senedi fiyatları arasında önemli düzeyde ilişki bulunduğu tespit edilmiştir.

Omokhodu ve Ibadin (2015), hisse başına defter değeri ve hisse başına kâr değişkenlerini içeren Ohlson modeline işletme faaliyetlerinden nakit akışı ile temettüleri de ekleyerek hisse fiyatlarını açıklayan bir model oluşturmuştur. 1994-2013 yılları arasındaki Nijerya Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 47 firma üzerinden yapılan ampirik çalışmada, klasik regresyon analizi ile panel veri modellerinden sabit ve tesadüfi etkili modelleri elde edilmiştir. Sonuç olarak, bağımsız değişkenlerin etkisinin hisse senedi fiyatlarını belirlemede önemli olduğu, ancak defter değeri değişkeninin daha az önemli olduğu ortaya konulmuştur.

Aktaş (2008) çalışmasında, 1995-1999 ve 2003-2006 olarak iki ayrı dönemde ele aldığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası şirketleri için hisse getirilerinde etkili olan finansal oranları tespit etmeye çalışmıştır. İlk dönem için asit test ve faaliyetlerden sağlanan nakit akımı/öz sermaye oranı anlamlı bulunurken, ikinci dönemde brüt kâr/satış ve net kâr/satış oranları hisse getirilerini etkileyen oranlar olarak belirlenmiştir.

KakilliAcaravcı (2016), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 43 imalat sektörü firması için 1996-2004 ve 2005-2014 olmak üzere iki farklı dönemde finansal oranlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1996-2004 döneminde Tek Düzen Hesap Planına (TDHP) göre, 2005-2014 döneminde ise Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS) göre düzenlenmiş mali tablolardan finansal oranlar elde edilmiştir. Sonuçta UFRS döneminde elde edilen finansal oranların hisse senedi getirilerini daha yüksek düzeyde açıkladığı görülmektedir.

Aydemir, vd. (2012), finansal oranların hisse senedi getirileri üstündeki etkisini incelemek için İstanbul Menkul Kıymet Borsasında işlem göre 73 imalat şirketinin 1990-2009 yılları arasındaki verilerini panel veri modelleri ve klasik en küçük kareler yöntemi ile modellemişlerdir. Sonuç olarak klasik en küçük kareler regresyonuyla elde edilen modele göre kârlılık ve likidite oranları ile kaldıraç oranının hisse senedi getirilerini etkilediği bulunmuştur.

Büyüķřalvarcı (2011) Türkiye’de 2001 ve 2008 yıllarındaki ekonomik kriz dönemlerinde finansal oranların hisse senedi getirilerini açıklama düzeyi üzerine yaptığı çalışmasında, bu dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören imalat sanayi şirketlerinin verilerini kullanmıştır. 2001 döneminde hisse senedi getirileriyle aktif devir hızı, kaldıraç oranı, özsermayekârlılık oranı, Piyasa değeri/ Defter değeri arasında pozitif yönlü, Özkaynak devir hızı ve Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif oranıyla da negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. 2008 kriz döneminde ise, yine hisse senedi getirileriyle Özsermaye kârlılık oranı, Piyasa değeri/ defter değeri ve hisse başına kâr arasında pozitif ilişki ve nakit oranı ile negatif ilişki tespit edilmiştir.

Ege ve Bayrakdaroğlu (2009) çalışmalarında, İMKB30 endeksinde yer alan şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olan finansal oranları belirlemek amacıyla bir lojistik regresyon modeli kurmuşlardır. 2004 yılı verilerinin kullanıldığı çalışmada, Fiyat/Kazanç oranı, Nakit oranı ve Toplam Varlıkların Devir Hızı oranı önemli birer bağımsız değişken olarak belirlenirken, Piyasa değeri/ Defter değeri oranı önemsiz olarak bulunmuştur.

Güngör ve Yerdelen Kaygın (2015), hisse senedi fiyatlarını etkileyen mikroekonomik ve makroekonomik faktörleri belirlemek için 2005-2011 döneminde Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren imalat sanayi şirketlerinin verilerinden faydalanmıştır. Mikroekonomik faktörler şirketlerin finansal oranları olurken, makroekonomik faktörler döviz kuru, enflasyon oranı, para arzı, faiz oranı, GSYİH, altın fiyatları, petrol fiyatları, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksinden oluşmaktadır. Dinamik panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, mikroekonomik faktörlerden; asit test oranı, kısa vadeli yabancı kaynaklar/ toplam kaynaklar oranı, maddi duran varlıklar/öz kaynak oranı, net kâr/öz kaynak oranı ve fiyat/kazanç oranı ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Alacak devir hızı ve stok devir hızı, toplam borçlar/toplam aktifler oranı ve kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam kaynaklar oranı ile hisse senedi fiyatı arasında ise negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Makroekonomik faktörlerden döviz kuru, para arzı, petrol fiyatları ve sanayi üretim endeksi ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Enflasyon oranı, faiz oranı, GSYİH, altın fiyatları ve dış ticaret dengesi ile hisse senedi fiyatı arasında ise negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

İpekten, vd. (2014), bazı muhasebe değişkenleri ve şirket özelliklerinin hisse senedi fiyatlarını belirlemedeki rolünü açıklamak amacıyla 2008-2012 döneminde BİST’te işlem gören banka ve sigorta şirketlerinin 6 aylık verilerini derlemişlerdir. Panel veri yönteminin kullanıldığı çalışmanın sonucunda, muhasebe değişkenlerinden sermaye oranı ve faaliyet sonucu yaratılan kaynağın toplam aktiflere oranı, şirket özellikleri değişkenlerinden de, hisse senedinin bir önceki dönem fiyatı, şirket boyutu ve şirketin faaliyet dönemi değişkenleri hisse fiyatlarını etkileyen değişkenler olarak bulunmuştur.

Wang, vd. (2013), hisse senedi fiyatları ve muhasebe değişkenleri ilişkisini Çin şirketleri için incelemiştir. Şanghai Borsasında işlem gören 60 firma üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

Regresyon analizi sonuçlarına göre Hisse başına kâr, Özkaynak getiri oranı, Esas faaliyet geliri, Likidite oranı değişkenlerinin hisse fiyatları üzerinde önemli etkisi olduğunu belirlemişlerdir.

### 3. VERİ VE YÖNTEM

Hisse fiyatlarını etkileyen değişkenleri incelemek üzere Borsa İstanbul kapsamında BIST 100 endeksi firmalarının verileri derlenmiştir. 100 firma içerisinde bankalar, muhasebe dönemi farklılık gösteren ve veri toplanan döneme ilişkin verilerinde eksiklik olan firmalar işlem dışı tutularak toplam 77 firmanın verilerine [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr) adresinden ulaşılmıştır.

Muhasebe bilgileri ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişki olup olmadığını görmek için hisse senedi fiyatlarının bağımlı değişken muhasebe bilgilerinin bağımsız değişkenler olduğu bir panel veri regresyon modeli kurulmuştur. Panel veri modelinde zaman serisi ve yatay kesit veri gözlemlerinin eş zamanlı olarak yer alması sebebiyle, panel veri araştırmacıya daha fazla veri ile çalışma imkânı vermektedir. Ayrıca panel veri kullanımı sadece yatay kesit veri ya da zaman serisi verileri ile çözülemeyecek iktisadi sorunların analiz edilmesine de olanak tanımaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2013).

Çalışmanın bu doğrultuda belirlenen hipotezi,

H<sub>1</sub>: Muhasebe bilgileri hisse fiyatlarını açıklamada önemli bir etkiye sahiptir, şeklinde oluşturulmuştur. Araştırma verisiyle ilgili analiz sonuçları Stata 14 paket programı ile elde edilmiştir.

### 4. BULGULAR

Veri setinde yer alan değişkenlere ilişkin betimleyici istatistikler Tablo 1’de yer almaktadır. Gösterim olarak;

HF, hisse senedi fiyatını;

OKAR, hisse başına kazancı;

DD ise hisse başına defter değerini ifade etmektedir.

**Tablo 1.** Değişkenlere İlişkin Betimleyici İstatistikler

Değişken	Ortalama	S. Sapma	En küçük	En büyük
HF	22.159	49.927	0.24	321
OKAR	-1.558	26.369	-431.014	12.62
DD	14.492	48.245	0.201	645.67

Çalışmada kullanılan veri seti 77 yatay kesit birimi ile 2012-2015 dönemine ilişkin 4 yıllık bir zaman periyoduna sahiptir. Zaman periyodu kısa olduğu için durağanlık analizi yapılmayacaktır (Nargeleçekenler, 2011).

Genel panel veri regresyon modeli,

$$HF_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} \cdot OKAR_{it} + \beta_{2it} \cdot DD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

şeklinde gösterilir. Burada parametrelerin hem birimlere hem de zamana göre değişkenlik göstermesi söz konusudur. (1) numaralı modelde  $N$ , yatay kesit birimi sayısını,  $T$ , ise zaman birimi sayısını göstermektedir.

Hipotez doğrultusunda panel veri için hangi modelin uygun olduğunu belirlemek amacıyla klasik model, sabit etkili model ve rassal etkili model incelenecektir. Denklem (2) ile verilen klasik modelde hem sabit terimin hem de eğimin birimlere ve zamana göre değişmediği varsayımı vardır. Yani panel veriyi oluşturan birimler için bir homojenlik söz konusudur.

$$HF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OKAR_{it} + \beta_2 \cdot DD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Sabit etkili modelde sabit terimlerin yatay kesit birimlerinin her birine göre değişken olduğu varsayılmaktadır. Tesadüfi etkili modelde ise, birimler arasındaki farklılıkların tesadüfi olduğu varsayımı geçerlidir. (3) ve (4) numaralı modeller, sırasıyla sabit etkili ve tesadüfi etkili modeli göstermektedir.

$$HF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OKAR_{it} + \beta_2 \cdot DD_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$HF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OKAR_{it} + \beta_2 \cdot DD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(4) numaralı tesadüfi etkiler modelinde  $\varepsilon_{it} = u_{it} + \mu_i$  şeklinde ifade edilebilir. Burada  $u_{it}$ , artıkları gösterirken,  $\mu_i$ , birimler arasındaki değişmeyi gösteren sabittir ve tesadüfi etkiler modelinde  $\varepsilon_{it}$  hata teriminin içinde yer almaktadır.

İlk olarak klasik model ile tesadüfi etkili modelden hangisinin geçerli olduğunu belirlemek için olabilirlik oranı test istatistiği (LR istatistiği) hesaplanmıştır. LR istatistiğinin  $H_0$  hipotezi, klasik model uygundur, şeklinde oluşturulur. Hipotezin reddi durumunda tesadüfi etkili model seçilecektir. Olabilirlik oranı test istatistiği için tesadüfi etkiler ve klasik modelin log-olabilirlik değerleri kullanılır. LR istatistiği için p değeri 0.000 bulunduğundan  $H_0$  reddedilir. Böylece tesadüfi etkili modelin geçerli olduğuna karar verilir. Sabit etkili ve tesadüfi etkili model arasından seçim yapmak için ise Hausman testine başvurulmuştur. Hausman testinin boş hipotezi tesadüfi etkili modelin geçerli olduğu şeklindedir. Test istatistiği 115.13 ( $p < 0.001$ ) olarak bulunmuştur. Panel veri için birimlere göre değişken sabit etkili modelin uygun olduğuna karar verilir. Sabit etkili model,

$$HF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OKAR_{it} + \beta_2 \cdot DD_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$i = 1, \dots, 77$$

$$t = 2012, \dots, 2015$$

şeklindedir.

Modelin sabit katsayısı  $\beta_0 = 19.987(1.137)$ , eğim parametreleri ise  $\beta_1 = 0.283(0.122)$  ve  $\beta_2 = 0.180(0.074)$  olarak elde edilir. Parantez içindeki sayılar parametrelerin standart hatalarını göstermektedir.

Modelin geçerli olabilmesi için yatay kesitler arasında bağımlılığın olmaması, artık terimlerinin otokorelasyonsuz olması ve yine artık terimleri için homojen varyans varsayımının sağlanması gerekmektedir.

Sabit etkili modelde yatay kesit birimleri arasında bağımlılık yapısını inceleyen Pesaran'ın (2004) CD testi birim sayısının çok, zaman boyutunun ise kısa olduğu durumda hata terimlerinin korelasyon katsayılarına bağlı olarak hesaplanmaktadır ve  $N(N-1)/2$  serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımına sahiptir. Testin sıfır hipotezi birimler arasında korelasyon olmadığı şeklindedir. Otokorelasyon incelemesi için Bhargava, Franzini ve Narendranathan (1982) Durbin-Watson test istatistiği önermiştir. Test istatistiğinin değeri 2'den küçükse otokorelasyonun önemli olduğu sonucuna varılır. Sabit etkili modelde hata terimleri için değişen varyanslılık sorunu olup olmadığı değiştirilmiş Wald testi ile sınanabilmektedir (Greene, 2000).  $H_0$  hipotezi varyansların birimlere göre değişmediğini varsayar. Hesaplanan test istatistiği  $N$  serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımına sahiptir (Yerdelen Tatoğlu, 2013).

Varsayımları incelemek için yapılan testlerin sonuçları Tablo 2'de yer almaktadır. Varsayımların üçünde de bozulma görülmektedir.

**Tablo 2.** Sabit Etkili Model Varsayımlarının Testi

Varsayım	Test	Test İstatistiği	p değeri
Yatay kesitsel bağımlılık	Pesaran CD	9.427	0.000
Otokorelasyon	Durbin-Watson	1.279	
Değişen varyanslılık	Değiştirilmiş Wald testi	8.30E+09	0.000

Varsayımlardaki bozulmalar elde edilen modelin geçersiz olmasına yol açmaktadır. Bu durumda panel veri modelleri için dirençli standart hatalar üreten bir tahmin edici ile çalışmak uygun olacaktır. Driscoll ve Kraay (1998) tahmin edicisi, büyük  $T$  ve  $N$  durumunda bile dirençli hatalar üretebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2013). Hisse fiyatları için Driscoll-Kraay standart hatalarla sabit etkili regresyon modeli,

$$HF_{it} = 19.987(1.717) + 0.283(0.074) \times OKAR_{it} + 0.180(0.034) \times DD_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

olarak elde edilir. (6) numaralı modelde standart hataların azaldığı görülmektedir.

Ortalama kârlılık ve hisse başına defter değeri değişkenlerinin hisse fiyatlarındaki değişimi açıkladığı regresyon modeli için bireysel katsayılar ve genel model ( $F=19.47$ ,  $p=0.000$ ) anlamlı ve bağımsız değişkenlerin hisse fiyatlarındaki değişimi açıklama oranı %38'dir.

Sabit etkili modelde birimler arasındaki farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilmektedir. Her bir yatay kesit birimi için farklılık gösteren kesme terimleri ( $\mu_i$ ) Ek'te yer alan Tablo 3 ile verilmiştir.

## 5. SONUÇ

Hisse fiyatlarının öngörülmesi veya fiyatları etkileyen değişkenlerin belirlenmesi yatırımcılar ve araştırmacılar için önemlidir. Bu çalışmada, şirketlerin özkaynak büyüklüğü ile kâr/zarar miktarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla BIST100'de yer alan şirketlerden derlenen verilerle panel veri regresyon modeli oluşturularak en uygun model araştırılmış ve regresyon artıklarının varsayımları sağlamadığı belirlenmiştir.

Varsayımların bozulması durumunda kullanılan tahmincilerden dirençli standart hatalar üreten Driscoll-Kraay tahmin edicisi seçilerek sabit etkiler modeli tahmin edilmiştir. Buna göre, ortalama kârlılık değişkeninin hisse fiyatlarındaki bir birimlik değişmeyi 0,283 oranında pozitif yönde etkilediği söylenebilir. Hisse başına defter değeri değişkeninin de değişimdeki payının yine pozitif yönde 0,180 olduğu modelden görölmektedir.

Ortalama kârlılık ve özsermaye büyüklüğünün şirketin piyasa değerini açıklama oranı istatistik açısından anlamlıdır. Hisse senedi fiyatlarının oluşumunda birçok faktör rol oynamaktadır. Bunlardan şirketlerin mevcut finansal durumunu ortaya koyan göstergeler yatırımcı tercihlerini yönlendirebilmektedir. Türkiye'deki şirketler ele alınarak hazırlanan bu çalışmada da şirketin durumunu gösteren bilanço ve gelir tablosundan elde edilen değişkenlerin piyasa değeri üzerinde %38'lik bir açıklama oranı olduğu sonucu elde edilmiştir. Çalışmanın bu doğrultudaki hipotezi desteklenmektedir. Yabancı literatürde (Omokhodu ve Ibadin, 2015) olduğu gibi hisse senedi fiyatlarının hareketi kârlılık ve sermaye büyüklüğü ile doğru orantılıdır.



**KAYNAKÇA**

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

ARSLAN, K., (2002), Hisse Senedi Değerlendirme Modelleri Ve Mali Tabloların Önemi, İSMMM Mali Çözüm Dergisi, Sayı:59, Sayfa:29.

ASİF, M., Arif, K., Akbar W., (2016), Impact of Accounting Information on Share Price: Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange, International Finance and Banking, Vol. 3, No. 1, pp. 124-138.

AYDEMİR, O., Ögel, S., Demirtaş, G., (2012), Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü, Yönetim ve Ekonomi, Cilt: 19, Sayı:2, s. 277-288.

BHARGAVA, A., Franzini, L., Narendranathan, W., (1982), Serial Correlation and Fixed Effect Models, The Review of Economic Studies, Vol. 49, No.4, pp. 533-549.

BÜYÜKŞALVARCI, 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, Cilt: 25, Sayı: 1, 225-240.

DRİSCOLL, J.C., Kraay, A.C., (1998), Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data, Review of Economics and Statistics, Vol. 80, No. 4, pp. 549-560.

EGE, İ., Bayrakdaroğlu, A., (2009), İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği İle Analizi, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 10, s. 139–158.

GREENE, W., (2002), **Econometric Analysis**, Upper Saddle River, New Jersey, Prentice Hall. <http://stat.smmu.edu.cn/DOWNLOAD/ebook/econometric.pdf>

GÜNGÖR, B., Yerdelen Kaygın, C., (2015), Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 6, Sayı: 9, s. 149-168.

İPEKTEN, O.B., Aghapour, K., Shahinpour, A., (2014), Muhasebe ve Şirket Özelliklerinin BİST’de İşlem Gören Banka ve Sigorta Şirketleri Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 18 (3), s. 383-398.

KAKİLLİACARAVCI, S., (2016), Finansal Oranlar ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 13, Sayı: 35, s. 263-275.

KAYA, A., Öztürk, M., (2015), Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 67, Sayfa: 37-54.

KAYALIDERE, K., (2013), Hisse Senedi Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Rolü: İMKB-Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama, İşletme Araştırmaları Dergisi, Sayı: 5/1, Sayfa: 130-151.

NARGELEÇEKENLER, M., (2011), Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz, Business and Economics Research Journal, Vol: 2, No: 2, pp: 165-184.

NİMALATHASAN, B., Vijltha, P., (2014), Value Relevance of Accounting Information and Share Price: A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka, Merit Research Journal of Business and Management, Vol.2(1), pp. 001-006.

OMOKHUDU, O.O., Ibadin, P.O., (2015), The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria, Accounting and Finance Research, Vol. 4, No.3, pp. 20-30.

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.

YERDELEN Tatoğlu, F., (2013), **Panel Veri Ekonometrisi**, Beta Yayınları.

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, Vol: 2, Issue: 2, pp. 11-21.

**EK****Tablo 3.**Sabit Etkili Modelde Birimler İçin Bulunan Sabit Terim ( $\mu_i$ ) Değerleri

Sıra	Şirket İsmi	BIST Kod	$\mu_i$
1	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	AFYON	52.048
2	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	AKEN	-18.954
3	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA	-13.294
4	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	AKSEN	-17.117
5	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ALGYO	-5.449
6	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	ALARK	-16.662
7	ALCATEL LUCENT TELETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	ALCTL	-16.496
8	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	ANACM	-18.488
9	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	AEFES	-1.136
10	ARÇELİK A.Ş.	ARCLK	-7.928
11	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASELS	-9.245
12	AYEN ENERJİ A.Ş.	AYEN	-17.939
13	AYGAZ A.Ş.	AYGAZ	-12.323
14	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	BAGFS	5.663
15	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	36.634
16	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	BIZIM	0.084
17	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BRSAN	-9.757
18	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN. VE TİC. A.Ş.	BRISA	-13.335
19	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	CCOLA	21.928
20	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	CLEBI	3.113
21	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CIMSA	-9.018
22	DEVA HOLDİNG A.Ş.	DEVA	-17.878
23	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	DOAS	-11.763
24	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	ECBYO	-16.039
25	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	EGEEN	129.525
26	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ECILC	-18.648
27	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO	-17.773
28	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKAI	-15.319
29	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	EREGL	-17.357
30	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	FROTO	5.450
31	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLYHO	-19.298
32	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	GOODY	46.507
33	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	GOLTS	33.940
34	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	GOZDE	-16.781

35	GSD HOLDİNG A.Ş.	GSDHO	-19.648
36	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	GUBRF	-13.730
37	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL	-13.853
38	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	HURGZ	-25.711
39	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.	IHLAS	-19.792
40	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ISGYO	-18.957
41	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.	IZMDC	-17.416
42	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMD	-18.805
43	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	KRSAN	-18.864
44	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KARTN	211.656
45	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL	-11.660
46	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	KONYA	253.891
47	KORDSA GLOBAL ENDÜSTRİYEL İPLİK VE KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KORDS	-17.064
48	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO	-0.804
49	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	METRO	-19.858
50	MİGROS TİCARET A.Ş.	MGROS	-6.927
51	NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	NTTUR	-20.662
52	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	NETAS	-12.472
53	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	NUGYO	-14.868
54	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.	OTKAR	48.311
55	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PRKME	-16.055
56	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM	-19.853
57	SODA SANAYİİ A.Ş.	SODA	-17.184
58	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	TATGD	-16.808
59	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	-5.851
60	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.	TKFEN	-15.548
61	TESCO KİPA KİTLE PAZARLAMA TİCARET LOJİSTİK VE GIDA SANAYİ A.Ş.	KIPA	-25.586
62	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOASO	-6.094
63	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	TRGYO	-18.496
64	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TRKCM	-18.048
65	TURCAS PETROL A.Ş.	TRCAS	-18.099
66	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL	-9.660
67	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.	TMSN	-14.679
68	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS	30.390
69	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO	-13.723
70	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM	-13.883

71	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	TTRAK	44.203
72	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE	-17.690
73	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	ULKER	-5.418
74	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	VKGYO	-15.183
75	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	VESBE	-13.761
76	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	VESTL	-23.734
77	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	YAZIC	-8.902