

Muhasebe Bilgilerinin Değer İlişkisinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisi ^(*)

Bülent AKKAYA ^(**)

Hüseyin AKTAŞ ^(***)

Öz: Muhasebe bilgilerinin firma piyasa değeri ile olan ilişkisi konuyla ilgili literatürün ortak bulgusudur. Bu çalışmada muhasebe bilgisi ile firma değeri arasındaki var olan ilişkiye firmaya özgü faktörlerin ne oranda etki ettiğinin tespiti amaçlanmıştır. 2005-2011 döneminde İMKB’de işlem gören imalat sanayi firmaları gözlem kümesini oluşturmuştur. Araştırma kapsamında yapılan analiz bulguları genel olarak değerlendirildiğinde, firma piyasa değerinin açıklanmasında firmalara özgü faktörlerin, bilgi kaynağının (bilanço-gelir tablosu) görelî önemini farklılaştırdığı söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Muhasebe Bilgileri, Değer İlişkisi, Firmalara Özgü Faktörler

The Effect of Firm Specific Factors in the Value Relevance of Accounting Information

Abstract: The relationship of accounting information with the market value of the company is the common finding of literature related to the topic. This study aims to find out the effect of company related factors on the relationship existing between accounting information and market value of the company. The manufacturing industrial companies that are publicly traded at ISE (İMKB) have formed the set of observation during the period between 2005 and 2011. When an overall evaluation of the findings of the analysis is made, it can be stated that the company related factors in explaining the market value of the company differentiate the relative importance of information source (balance sheet and income statement).

Keywords: Accounting Information, Value Relevance, Company Related Factors

*) “Hisse Senedi Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB Üzerine Bir İnceleme” başlıklı Yüksek Lisans tezinden türetilmiştir.

***) Bilim Uzmanı, (e-posta: bakkaya@windowslive.com)

**) Doç. Dr., Celal Bayar Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, (e-posta: huseyin.aktas@cbu.edu.tr)

Giriş

Muhasebe bilgilerinin kalitesi, finansal tabloların anlaşılabilirlik, ihtiyaca uygunluk, güvenilirlik ve karşılaştırılabilirlik gibi unsurları karşılayabilme düzeyi ile açıklanmaktadır. Finansal tabloların söz konusu özelliklere sahip olması, muhasebe bilgilerinin kullanımıyla durum tespiti, planlama, kontrol, tahmin ve öngörü faaliyetlerinin gerçekleştirilebilmesini mümkün kılabilir. Dolayısıyla muhasebe bilgilerinin önemi, muhasebe bilgilerinin kalitesi ile ilişkilidir. Bu çalışmada muhasebe bilgilerinin önemi, muhasebe bilgi sisteminin üretmiş olduğu finansal tabloların, firma piyasa değerini açıklamadaki başarısı açısından değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Değer ilişkisi kavramı, muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatı, getirisi veya anormal getirileri gibi değişkenlerle anlamlı bir ilişki içinde olması şeklinde tanımlanmaktadır. Muhasebe bilgilerinin firma piyasa değeri ile ilişkisini (değer ilişkisi) değerlendirmeye yönelik farklı kavramsal tanımlamalar mevcuttur. Bu çalışmada değer ilişkisi ölçümünde, “firma piyasa değeri ya da getirilerin muhasebe bilgileri ile uzun dönemli istatistiksel ilişkilerinin analizi” tanımlaması benimsenmiştir.

Değer ilişkisini muhasebe bilgileri ile piyasa değeri arasındaki istatistiksel ilişkinin analizi çerçevesinde ölçen literatür incelendiğinde temel olarak üç farklı yaklaşımın benimsendiği görülmektedir. Yaklaşımların farklılaşmasının temelinde modellerde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin seçiminin etkili olduğu görülmektedir.

Yaklaşımlardan ikisinde bağımlı değişken olarak, firmanın hisse başına değeri (fiyat) kullanılmaktadır. Diğer yaklaşımda ise hisse başına firma piyasa değerindeki değişim (getiri) açıklanan değişkeni tanımlamaktadır.

Buna göre açıklayıcı değişken olarak bilanço kalemlerini kullanan modeller “bilanço modeli”, gelir tablosu kalemlerini kullanan modeller ise “gelir tablosu – getiri” modeli olarak adlandırılmıştır. Üçüncü yaklaşımda açıklayıcı değişkenlerden biri bilanço, diğeri gelir tablosu bilgisidir. Bu sebeple yaklaşım karma model olarak anılmaktadır.

Araştırma kapsamında 2005-2011 döneminde verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılabilen imalat sanayi firmalarına ait muhasebe bilgileri elde edilerek karma modelin çözümlenmesi yapılmıştır. Kullanılan örneklem firma büyüklüğü, maddi duran varlık yoğunluğu, finansal yapı, nakit akımları büyüklüğü ve pozitif-negatif kar açıklamaları gibi işletmelere özgü faktörler bazında ayrıştırılarak, bu faktörlerin değer ilişkisine etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır.

I. Literatür Tarama

Konu ile ilgili oluşan literatürün hemen hemen tamamında muhasebe bilgilerinin hisse senedi değerlemesindeki önemine vurgu yapılmaktadır. Araştırmalar bu temel bulgunun ülkelere ve firmalara spesifik faktörlerden nasıl etkilendiğinin tespiti konusunda farklılaşmaktadır.

Ali ve Hwang (2000), Avustralya, Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, İrlanda, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre ve İngiltere'den oluşan 16 ülkede değer ilişkisini araştırmışlardır. Araştırma döneminin 1986-1995 olarak belirlendiği çalışmada ülkelerin imalat sanayinde yer alan firmalarına ait gelir tablosu ve bilanço bilgilerinden yararlanılmıştır. Örnekleme yer alan ülkelere Kanada, Danimarka, Hong Kong, İrlanda, Hollanda, Singapur ve İngiltere piyasa odaklı, diğerleri ise banka odaklı finansal sisteme sahip ülkeleri temsil etmektedir. Araştırma bulguları banka odaklı finans sistemine sahip olmanın ve Kara Avrupası hukuk sistemini benimsemenin değer ilişkisini azalttığı yönündedir.

Arce ve Mora (2002), piyasa odaklı – banka odaklı muhasebe sistemine sahip ülkelerdeki değer ilişkisini incelemişlerdir. Araştırma örnekleme oluşturulurken İngiltere, İsviçre, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda ve İspanya'da faaliyette bulunan firmalardan yararlanılırken, dönem 1990-1998 olarak belirlenmiştir. Araştırma bulgularına göre değer ilişkisinin açıklanmasında banka odaklı finansal sistemlerde bilanço bilgisi, piyasa odaklı sistemlerde ise gelir tablosu bilgisi daha yeterlidir.

Bartov ve diğ. (2005), örnekleme oluştururken hem banka – piyasa odaklı ülke ayrımını hem de genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine (GKGMİ) göre – UFRS'ye göre raporlama ayrımını baz almıştır. Farklı finansal sisteme sahip ülkeler olarak Almanya ve ABD'nin seçildiği çalışmada her iki ülkenin GKGMİ ve UFRS'ye göre elde edilen muhasebe bilgileri kullanılmıştır. Araştırmada getiri modeli test edilmiş olup bulgular, elde edilen muhasebe bilgilerinin GKGMİ veya UFRS'den sağlanmasından bağımsız olarak piyasa odaklı sistemde değer ilişkisinin daha yüksek olduğu yönündedir.

Meulen, Gaeremynck ve Willekens (2007), UFRS ya da genel kabul görmüş muhasebe prensipleri çerçevesinde hesaplanan karların firma piyasa değeri ile olan ilişki düzeyinde farklılık yaratıp yaratmadığını analiz etmişlerdir. Araştırma dönemi 2000-2002 olarak belirlenmiş ve getiri modeli test edilmiştir. Çalışmanın bulguları iki ayrı sistemin değer ilişkisini açıklamada farklılaşmadığı yönündedir. Hisse senedi değerlemesinde muhasebe bilgilerinin önem arz ettiği ve önem düzeyinin muhasebe bilgilerinin, genel kabul görmüş muhasebe prensipleri ya da UFRS'ye göre elde edilmesi açısından değişmediği vurgulanmıştır.

Hung ve Subramanyam (2007) çalışmalarını, Almanya'da muhasebe bilgileri ile firma piyasa değeri ilişkisine UFRS'nin etkisi bağlamında yürütmüşlerdir. Araştırma dönemi 1998-2002 olarak belirlenmiş ve firma hisse başına piyasa fiyatı değerlemesinde bilanço bilgisi olarak hisse başına defter değerinin, gelir tablosu bilgisi olarak hisse başına net kara oranla daha yüksek açıklama gücüne sahip olduğu rapor edilmiştir.

Hevas, Siougle ve Staikouras (2009), açıklayıcı değişkenler olarak hisse başına defter değeri ve hisse başına kar bilgilerini, açıklanan değişken olarak ise firma hisse başına piyasa değerini seçmiş ve değer ilişkisini Ohlson modeli çerçevesinde ölçmeyi amaçlamıştır. Avrupa Birliğine üye ülkeler arasından seçim yaparak 1996-2002 döneminde bu

ülkelerin mali sektörlerinde faaliyette bulunan firmaları baz almıştır. Araştırma bulguları firma hisse başına piyasa fiyatının belirlenmesinde muhasebe bilgilerinin önemini işaret etmektedir. Öte yandan muhasebe bilgilerinin önem düzeyinin seçilen ülke veya finansal sisteme göre farklılaştığı da ulaşılan bir diğer bulgudur.

Khanagha (2011) da, UFRS'nin muhasebe bilgilerinin değer ilişkisine etkisini inceleyen çalışmalardan biridir. Değer ilişkisini hem getiri modeliyle hem de Ohlson modeliyle Birleşik Arap Emirlikleri'nde analiz etmiştir. Araştırma dönemi 2001-2008 olarak belirlenen çalışmada değer ilişkisi ile ilgili literatürde yer alan temel bulguyla paralel sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre firma piyasa değerinin belirlenmesinde muhasebe bilgilerinin rolü büyüktür. Ancak söz konusu ülkede UFRS'nin değer ilişkisine etkileri değerlendirildiğinde, defter değeri ve kar bilgilerinin önem düzeyi azalırken firma piyasa değerinin belirlenmesinde nakit akım bilgisi rolünün arttığı ifade edilmiştir.

Verleun ve diğ. (2011), kar yönetimi, ihtiyatlılık ve değer ilişkisi ölçüleri kapsamında 2002 tarihli SOX yasasının, muhasebe bilgilerinin kalitesine yansımalarını araştırmışlardır. Çalışma 1998-2002 ve 2002-2005 olmak üzere iki alt dönem itibariyle yürütülerek değer ilişkisi düzeyinde yasanın kabulünden önce ve sonra anlamlı bir farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Araştırma bulguları yasanın kabulünden sonraki periyotta değer ilişkisi düzeyinin olumlu yönde değiştiği yönündedir.

Manganaris, Floropoulos ve Smaragdi (2011), Almanya, Fransa, İngiltere ve Yunanistan'da defter değeri ve kar bilgileri ile firma piyasa değeri ilişkisini incelemişler ve finansal sisteminin değer ilişkisi üzerindeki etkilerini çalışmışlardır. Araştırma dönemi 1999-2008 olarak belirlenmiş ve getiri modeli test edilmiştir. Araştırma bulguları bu ülkelerde firma piyasa değerinin belirlenmesinde muhasebe bilgilerinin önemini desteklerken, UFRS sonrası dönemde piyasa odaklı finansal sisteme sahip İngiltere'de değer ilişkisi düzeyinin arttığı, finansal sistemi banka odaklı olan diğer ülkelerde ise etkinin görece olarak düştüğü öne sürülmüştür.

Agostino, Drago ve Silipo (2011), UFRS'nin muhasebe bilgilerinin piyasa değerinin açıklama düzeyi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Avrupa bankacılık sektörüyle sınırlandırılan çalışmada ülke seçimi geniş yapılmıştır. Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere'de faaliyette bulunan bankalara ait defter değeri ve net karlar veri setini oluşturmuştur. Araştırma yönteminin Panel regresyon analizi olarak belirlendiği çalışmada 2000-2006 dönemi baz alınmıştır. UFRS'nin hisse senedi değerlemesinde defter değeri etkisini azaltırken kar etkisini arttırdığı ifade edilmiştir.

Türkçe literatürde muhasebe kârları ile hisse senedi verimleri arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara örnek olarak Özer (1996), Demir (2001), Özer (2002), Şamiloğlu (2005), Yücel (2005), Kalaycı ve Karataş (2005), Aktaş (2009), Öztürk (2010), Büyüksalvarcı (2011), Birgili ve Düzer (2010) gösterilebilir. Çalışmalardaki ortak ve temel bulgu muhasebe bilgileri ile firma piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunduğu-

dur. Dolayısıyla çalışmaların firma değerlemesinde muhasebe bilgilerinin önemine işaret ettiği ifade edilebilecektir.

Finansal sistemdeki farklılıklara bağlı olarak değer ilişkisi düzeyinde değişiklikler olmakla birlikte bu değişikliklerin piyasa odaklı finansal sisteme sahip ülkeler lehine olduğu söylenebilir. Öte yandan UFRS'nin değer ilişkisine etkisi de ortak bir bulgu olarak değerlendirilebilir. Ancak UFRS'nin değer ilişkisine etkisinde, olumlu ya da olumsuz bir tespitte bulunmak kolay olmayabilecektir. UFRS'nin bazı ülkelerde değer ilişkisini artırıcı, bazılarında ise azaltıcı etki yarattığı izlenmiştir.

II. Araştırmanın Amacı, Veri Seti ve Yöntemi

Muhasebe bilgilerinin firma piyasa değeri ile ilişkisi ilgili literatürde sıklıkla raporlanan bir bulgudur. Bu çalışmadaki amaç ise imalat sanayinde yer alan firmalarda, muhasebe bilgisi ile firma değeri arasındaki var olan ilişkiye firmaya özgü faktörlerin ne oranda etki ettiğinin tespiti olarak belirlenmiştir.

Veri seti, 2005-2011 döneminde verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılabilmiş imalat sanayinde yer alan firmalardan oluşturulmuştur. Gözlem kümesi alt sektör ayrımı yapılmaksızın toplulaştırılmış bazda analiz edilmiştir. Verilerin elde edilmesinde “www.imkb.gov.tr” ve “www.kap.gov.tr” ile Finnet Mali Analist programı ve www.finnet.com.tr veri tabanları kullanılmıştır. Yıllık raporlama dönemi 31 Aralık'ta sona ermeyen firmalar ile diğer sektörler başlığı altında toplanan Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi AŞ., Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret AŞ., Kelebek Mobilya ve Kontraplak Sanayi AŞ. gibi firmalar analiz dışı bırakılmıştır.

Araştırmada doğrudan modellerde yer alan üç ve firmaya özgü faktör kapsamında kullanılan beş değişken aşağıdaki tabloda özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1. Araştırma Değişkenleri

| Değişken | Açılım |
|----------|---|
| HBPD | Hisse Başına Piyasa Değeri |
| HBK | Hisse Başına Net Kar |
| HBDD | Hisse Başına Defter Değeri |
| PD | Piyasa Değeri |
| MDVY | Maddi Duran Varlık Yoğunluğu |
| FK | Finansal Kaldıraç Oranı |
| NA | İşletme Faaliyetlerinden Sağlanan Hisse Başına Nakit Akımları |
| PNK | İlgili dönemde pozitif kar açıklayan firmalar |

Değer ilişkisine firmaya özgü faktörlerin etkisinin tespitinde Ohlson (1995)'in geliştirdiği karma model baz alınmıştır. Bu modelde gelir tablosu bilgisi olarak hisse başına

kar ve bilanço bilgisi olarak hisse başına defter değeri açıklayıcı değişkenleri temsil etmektedir. Karma model aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Firma büyüklüğü, maddi duran varlık yoğunluğu, finansal yapı, nakit akımları büyüklüğü ve pozitif-negatif kar açıklamaları gibi işletmelere özgü faktörlerin değer ilişkisine etkilerini analiz edebilmek için ise aşağıdaki kukla değişken içeren aşağıdaki denklem yapısından yararlanılmıştır.

$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Yukarıdaki denklem örneğin “Değer İlişkisine Piyasa Değeri Büyüklüğü Etkisi”ni analiz edebilmek için ele alındığında, firma piyasa değerleri büyükten küçüğe doğru sıralanmış ve medyan değeri baz alınarak iki gruba ayrılmıştır. Medyan değerinin üzerinde kalan, diğer bir deyişle firma piyasa değeri büyük olan gözlemler için “1”, altında kalan gözlemler için ise “0” değerlerini alan kukla değişkenler (**D**) eklenerek karma model çözümlenmiştir.

Bir başka firmaya özgü kriter olan maddi duran varlık yoğunluğu etkisinin tespitinde ise maddi duran varlık yoğunluğu oranları büyükten küçüğe doğru sıralanmış ve medyan değeri baz alınarak yine iki gruba ayrılmıştır. Medyan değerinin üzerinde kalan gözlemler için “1”, altında kalan gözlemler için ise “0” değerlerini alan kukla değişkenler (**D**) eklenmiştir. Finansal yapı, nakit akımları büyüklüğü ve pozitif-negatif kar açıklamaları gibi faktörlerin etkisi için de benzer mantık kullanılmıştır.

III. Araştırma Bulguları

Bu bölümde piyasa değeri büyüklüğü, maddi duran varlık yoğunluğu, nakit akımı büyüklüğü ve finansal kaldıraç derecesi büyüklüğü ile faaliyet dönemi sonunda pozitif kar açıklamalarının değer ilişkisine olan etkilerini analiz eden model bulguları sunulmaktadır. Değerlendirilmeye çalışılacaktır.

Tablo 2. Değer İlişkisine Piyasa Değeri Büyüklüğü Etkisi

| $HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it}$ ^a | | |
|--|----------|------------------------|
| | Katsayı | p- değeri ^b |
| α_0 | 0,824955 | 0,5628 |
| β_1 | 1,55217 | 0,0008 |
| β_2 | -4,80249 | 0,2250 |
| β_3 | 0,797082 | 0,1936 |
| β_4 | 4,13225 | 0,3684 |
| F-ist ^c | 6,76718 | 0,0002 |
| \bar{R}^2 | 0,416230 | |

^a 2005-2011 dönemi toplulaştırılmış örnekleme kukla değişken için medyandan kesilmek üzere büyük piyasa değerli firmalarda 1, küçüklerde 0 kullanılmıştır.

^b White değişen varyans ile uyumlu prob. değerleri. p<0,10 ise %10, p<0,05 ise %5 ve p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

^c F(3, 921) formunda Chow yapısal kırılma testi bulgusu. p<0,10 ise %10, p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı yapısal kırılma vardır.

Büyük ve küçük piyasa değerli firmalardan oluşan örneklem için tahmin edilen hisse başına defter değeri (hisse başına kar) katsayıları arasındaki farkın sifıra eşitliğini test eden β_3 (β_4) terimi pozitif olarak bulgulanmıştır. Buna göre istatistiksel anlamlılık sağlanamamakla birlikte firma büyüklüğü arttıkça, piyasa değerinin açıklanmasında defter değeri ve karın öneminin arttığı söylenebilir. F- istatistiği %1 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla iki grup arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık olduğu ifade edilebilir.

Tablo 3. Değer İlişkisine Maddi Duran Varlık Yoğunluğu Etkisi
$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it}^a$$

| | Katsayı | p- değeri ^b |
|--------------------|-----------|------------------------|
| α_0 | -1,82445 | 0,4955 |
| β_1 | 2,48086 | 0,0006 |
| β_2 | 2,73821 | 0,1887 |
| β_3 | -0,327492 | 0,6870 |
| β_4 | -6,49799 | 0,0597 |
| F-ist ^c | 2,20257 | 0,0863 |
| \bar{R}^2 | 0,425483 | |

^a 2005-2011 dönemi toplulaştırılmış örnekleme kukla değişken için, medyandan kesilmek üzere Maddi Duran Varlık Yoğunluğu büyük olan firmalarda 1, küçüklerde 0 kullanılmıştır.

^b White değişen varyans ile uyumlu prob. değerleri. p<0,10 ise %10, p<0,05 ise %5 ve p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

^c F(3, 921) formunda Chow yapısal kırılma testi bulgusu. p<0,10 ise %10, p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı yapısal kırılma vardır.

Toplam aktifler içinde maddi duran varlık oranının büyüklüğü sabit giderlerin, dolaşısıyla faaliyet riskinin yüksek olması olasılığını artıran bir faktör olarak düşünülebilir. Değer ilişkisine maddi duran varlık yoğunluğu etkisini inceleyebilmek amacıyla çözümlenen regresyon denkleminin ilişkin parametre tahminleri ve özet istatistikler Tablo 3’de sunulmuştur. Bulgular β_3 ve β_4 katsayı tahminlerinin negatif olduğunu işaret etmektedir. Buna ek olarak β_4 katsayı tahmini istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlıdır. Söz konusu bulgular maddi duran varlık yoğunluğunun hisse senedi değerlemesinde etkili bir faktör olduğunu destekler niteliktedir. Buna göre hisse senedi değerlemesinde firmaların maddi duran varlık yoğunluğu, diğer bir deyişle iş riski arttıkça, bilanço (hisse başına defter değeri) ve gelir tablosunun (hisse başına kar) öneminin azaldığı ifade edilebilir. Bu durum Chow F- istatistiğinin %10 düzeyinde anlamlı olmasıyla da desteklenmektedir.

Tablo 4. Değer İlişkisine Finansal Kaldıraç Derecesi Etkisi
$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it}^a$$

| | Katsayı | p- değeri ^b |
|--------------------|----------|------------------------|
| α_0 | 0,935055 | 0,4939 |
| β_1 | 1,46536 | 0,0000 |
| β_2 | 2,13819 | 0,2538 |
| β_3 | 1,52261 | 0,0431 |
| β_4 | -3,25762 | 0,3718 |
| F-ist ^c | 2,46736 | 0,0608 |
| \bar{R}^2 | 0,424386 | |

^a 2005-2011 dönemi toplulaştırılmış örnekleme kukla değişken için, medyandan kesilmek üzere Finansal Kaldıraç Derecesi büyük olan firmalarda 1, küçüklerde 0 kullanılmıştır.

^b White değişen varyans ile uyumlu prob. değerleri. p<0,10 ise %10, p<0,05 ise %5 ve p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

^c F(3, 921) formunda Chow yapısal kırılma testi bulgusu. p<0,10 ise %10, p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı yapısal kırılma vardır.

Muhasebe bilgileri ile piyasa değeri ilişkisine finansal kaldıraç derecesinin etkisi Tablo 4'den takip edilebilir. Finansal kaldıraç derecesi büyük-küçük örneklemler ile tahmin edilen karma modelin hisse başına defter değeri katsayıları arasındaki farkın (β_3) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Hisse başına kar katsayıları farkında ise negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olmayan bulgulara ulaşılmıştır. Bu bağlamda firmaların finansal riskleri arttığında yatırımcıların kararlarında bilanço (gelir tablosu) bilgisini daha fazla (az) kullandıkları söylenebilir. Finansal kaldıraç derecesi büyük ve küçük firmalarda muhasebe bilgileri ile piyasa değeri ilişkisinin farklılaştığı F- istatistiği ile desteklenmektedir.

Tablo 5. Değer İlişkisine Kar ve Zarar Açıklamalarının Etkisi
$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it}^a$$

| | Katsayı | p- değeri ^b |
|--------------------|----------|------------------------|
| α_0 | -4,59588 | 0,0227 |
| β_1 | 2,70990 | 0,0000 |
| β_2 | -12,0268 | 0,0038 |
| β_3 | -1,36207 | 0,0562 |
| β_4 | 17,2965 | 0,0002 |
| F-ist ^c | 5,31398 | 0,0012 |
| \bar{R}^2 | 0,438543 | |

^a 2005-2011 dönemi toplulaştırılmış örnekleme kukla değişken için, medyandan kesilmek üzere Kar açıklayan firmalarda 1, zarar açıklayanlarda ise 0 kullanılmıştır.

^b White değişen varyans ile uyumlu prob. değerleri. p<0,10 ise %10, p<0,05 ise %5 ve p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

^c F(3, 921) formunda Chow yapısal kırılma testi bulgusu. p<0,10 ise %10, p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı yapısal kırılma vardır.

Çözümlenen regresyon denkleminin ilişkin parametre tahminleri ve özet istatistikler Tablo 5’de sunulmuştur. Yatırımcıların finansal riskin çok yüksek olmaması koşuluyla kar açıklamalarına daha yüksek reaksiyon gösterdikleri kabul edilmektedir. Dolayısıyla kar açıklamalarında gelir tablosu bilgilerinin daha önemli konuma geldiği söylenebilir. Öte yandan zarar açıklamaları durumunda, hisse senedi değerlemesinde bilanço bilgisinin ön plana çıktığı da ifade edilmektedir.

Pozitif-negatif kar açıklamasında bulunmuş firmalar bazında oluşturulan örneklemler ile tahmin edilen hisse başına defter değeri katsayıları arasındaki fark negatif (-1,36207) ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Hisse başına kar katsayıları farkı ise pozitif (17,2965) ve istatistiksel açıdan %1 düzeyinde anlamlıdır. Bulgular teorik beklentileri destekler niteliktedir. Kar açıklamalarına bağlı olarak gelir tablosu (bilanço) bilgisi öneminin arttığı (azaldığı) görülmektedir. F- istatistiği pozitif-negatif kar açıklamasında bulunmuş firmalarda muhasebe bilgileri ile piyasa değeri ilişkisinin farklılaştığı göstermektedir.

Tablo 6. Değer İlişkisine Nakit Akımları Büyüklüğü Etkisi
$$HBPD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 DHBDD_{it} + \beta_4 DHBK + \varepsilon_{it}^a$$

| | Katsayı | p- değeri ^b |
|--------------------|-----------|------------------------|
| α_0 | 0,332279 | 0,8935 |
| β_1 | 2,47531 | 0,0003 |
| β_2 | -0,508855 | 0,9220 |
| β_3 | -0,694595 | 0,3627 |
| β_4 | 1,34017 | 0,8113 |
| F-ist ^c | 0,420648 | 0,7382 |
| \bar{R}^2 | 0,396892 | |

^a 2005-2011 dönemi toplulaştırılmış örnekleme kukla değişken için, medyandan kesilmek üzere hisse başına nakit akımları büyük olan firmalarda 1, küçüklerde 0 kullanılmıştır.

^b White değişen varyans ile uyumlu prob. değerleri. p<0,10 ise %10, p<0,05 ise %5 ve p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

^c F(3, 921) formunda Chow yapısal kırılma testi bulgusu. p<0,10 ise %10, p<0,01 ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı yapısal kırılma vardır.

Hisse senedi değerlendirme modellerinin temel girdilerinden biri, gelecekte beklenen nakit akımlarıdır (temettü). Öte yandan hisse başına kar ile birlikte değerlendirildiğinde cari döneme ilişkin hisse başına nakit akımı, yatırımcıların cari dönemde elde edebilecekleri temettü kazancının büyüklüğü konusunda da fikir verebilecek bir parametredir. Bu yönüyle nakit akımı büyüklüğü arttıkça gelir tablosu bilgisi olarak hisse başına karın öneminin artması beklenebilecektir. β_4 katsayısının pozitif tahminlenmesine bağlı olarak araştırma bulgularının matematiksel ilişki açısından teorik beklentiyi karşıladığı söylenebilir. Ancak söz konusu durum istatistiksel açıdan gerek parametrelere ait t- istatistikleri, gerekse modele ait F- istatistikleri bakımından desteklenememiştir.

Sonuç

Muhasebe bilgileri hisse senedi piyasasında faaliyette bulunan ya da bulunması muhtemel olan tüm yatırımcıların karar alma probleminde faydalanabilecekleri temel parametrelerden biridir. Bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu, vb. tablolar şeklinde özetlenen muhasebe bilgileri tüm bilgi kullanıcılarına firmayla ilgili geçmiş ve cari döneme ilişkin değerlendirme imkânları sunarken, geleceğe ilişkin de planlama ve öngörü olanağı sağlar.

Muhasebe bilgilerinin firma piyasa değeri ile olan ilişkisi konuyla ilgili literatürün ortak bulgusudur. Bu çalışmada muhasebe bilgisi ile firma değeri arasındaki var olan iliş-

kiye firmaya özgü faktörlerin ne oranda etki ettiğinin tespiti amaçlanarak literatüre katkı sağlanmaya çalışılmıştır.

2005-2011 döneminde verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılabilmiş imalat sanayinde yer alan firmalar araştırmanın veri setini oluşturmuştur. Gözlem kümesi alt sektör ayrımı yapılmaksızın toplulaştırılmış bazda analiz edilmiştir.

Değer ilişkisine firmaya özgü faktörlerin etkisinin tespitinde Ohlson (1995)'in geliştirdiği karma model baz alınmıştır. Firma büyüklüğü, maddi duran varlık yoğunluğu, finansal yapı, nakit akımları büyüklüğü ve pozitif-negatif kar açıklamaları gibi işletmelere özgü faktörlerin değer ilişkisine etkilerini analiz edebilmek için karma modele kukla değişkenler eklenmiştir.

Firmalara özgü faktörlerin değer ilişkisine etkileri şu şekilde özetlenebilir;

- Firma büyüklüğü arttıkça, piyasa değerinin açıklanmasında defter değeri ve karın öneminin arttığı,
- Firmaların maddi duran varlık yoğunluğu, diğer bir deyişle iş riski arttıkça, bilanço ve gelir tablosunun öneminin azaldığı,
- Firmaların finansal riskleri arttığında, yatırımcıların kararlarında bilanço (gelir tablosu) bilgisini daha fazla (az) kullandıkları,
- Kar açıklamalarına bağlı olarak gelir tablosu bilgisi öneminin arttığı, buna karşın zarar açıklayan firmalar göz önünde bulundurulduğunda bilanço bilgisinin daha önemli bir hale geldiği,
- Nakit akımı büyüklüğü arttıkça gelir tablosu bilgisi öneminin artması yönündeki teorik beklentinin sadece matematiksel ilişki açısından karşıladığı ifade edilebilir.

Araştırma kapsamında yapılan analiz bulguları genel olarak değerlendirildiğinde firma piyasa değerinin belirlenmesinde muhasebe bilgi sisteminin üretmiş olduğu bilgilerin önemli ve etkili olduğu, firma piyasa değerinin açıklanmasında firmalara özgü faktörlerin, bilgi kaynağının (bilanço-gelir tablosu) görelî önemini farklılaştırdığı söylenebilir.

Kaynakça

- Agostino, M., Drago, D., Silipo, D. B. (2011). "The Value Relevance of IFRS in the European Banking Industry". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36 (3): 437-457.
- Aktaş, H. (2009). Hisse Senetleri Piyasasında Muhasebe Bilgilerinin Önemi: İMKB'de Değer İlişkisi Analizi. Ankara: Gazi Kitabevi,.
- Ali, A., L. Hwang. (2000). "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data". *Journal of Accounting Research*, 38 (1): 1-21.

- Arce, M., A. Mora. (2002). "Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Differences on the Stock Market Valuation of Earnings and Book Value". *European Accounting Review*, 11 (3): 573-599.
- Bartov, E., S. R. Goldberg, M. Kim. (2005). "Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20 (2): 95-119.
- Birgili, E., Düzer, M. (2010). "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46: 74-83.
- Büyükkalvarcı, 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).
- 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.
- Hevas, D., Siougle, G., Staikouras, C. (2009). "The Accounting Valuation of Bank Stocks in Europe". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5 (1): 49-63.
- Hung, M., K. R. Subramanyam. (2007). "Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany". *Review of Accounting Studies*, 12 (4): 623-657.
- 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.
- Khanagha, J.B. (2011). "Value Relevance of Accounting Information in the United Arab Emirates". *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1 (2): 33-45.
- Manganaris, P., Floropoulos, J., Smaragdi, I. (2011). "Conservatism and value relevance: Evidence from the European financial sector". *American Journal of Economics and Business Administration*, 3 (2), 259-269.
- Meulen, S.V.D., Gaeremynck, A., Willekens, M. (2007). "Attribute Differences Between U.S. GAAP and IFRS Earnings: An Exploratory Study". *The International Journal of Accounting*, 42, 123-142.
- Ohlson, J. (1995). "Earnings, Book Values, Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661-687.

- Özer, G. (1996). Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İMKB’de Deneysel Bir Analiz, SPK Yayınları, Yayın No. 31.
- Özer, G. (2002). “Firma Değerlemesinde Muhasebe Karlarının Rolü: İMKB’de Deneysel Bir Araştırma”. *İktisat İşletme ve Finans*, 17 (201): 112-122.
- Öztürk, H. (2010). “Artık Kâr, Özsermayeye Serbest Nakit Akımı ve Defter Değerlerinin Şirketlerin Piyasa Değerleri Üzerindeki Etkileri: İMKB’de Ampirik Bir Uygulama”. *Maliye Finans Yazıları*, 89: 49-72.
- 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.
- Verleun, M., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., Vasileiou, K. Z. (2011). “The Sarbanes Oxley Act and Accounting Quality: A Comprehensive Examination”. *International Journal of Economics and Finance*, 3 (5): 49-64.
- Yücel, R. (2005). “Zarar ve Karların Hisse Senedi Getirileri ve Muhasebe Karları Arasındaki İlişki Üzerindeki Etkileri”. *İktisat, İşletme ve Finans*, 20 (233): 46-59.