

FİNANSAL ORANLAR VE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Songül KAKILLI ACARAVCI

Mustafa Kemal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
sacaravci@mku.edu.tr

ÖZET

Türkiye’de hisse senetleri borsada işlem gören firmaların, 2005 yılından itibaren hem yerel Tek Düzen Hesap Planı’na (TDHP) hem de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’na (UFRS) göre iki ayrı finansal raporlama yapma yükümlülükleri bulunmaktadır. Farklı esaslara sahip olan bu iki sisteme göre düzenlenen finansal tablolar birbirinden farklı olduğundan, her iki muhasebe sisteminin karşılaştırılması araştırılmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da yerel muhasebe düzenlemelerine ve UFRS’ye uyumlu hazırlanan finansal tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi belirlemek ve bu ilişkinin uygulanan muhasebe standartlarına göre farklılaşıp farklılaşmadığını ekonometrik olarak araştırmaktır. Elde edilen sonuca göre, UFRS’ye uyumlu hazırlanan finansal tablolardan elde edilen finansal oranların hisse senedi getirilerini açıklama gücünün arttığı görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: UFRS, Finansal Tablolar, Hisse Senedi Getirisi, Panel Veri Analizi.

JEL Sınıflaması: C23, G32, M41

FINANCIAL RATIOS - STOCK RETURN NEXUS: AN APPLICATION ON BIST ABSTRACT

Since 2005 stocks traded companies on the Stock Exchange to prepare two different financial reports in accordance with uniform chart of accounts and IFRS has been made mandatory in Turkey. These two systems have different in terms of principles and their financial statements are different, therefore comparison of two systems is investigated. The purpose of this study is to research as econometric the relationship between stock returns of companies and financial ratios which obtained from financial statements prepared with national accounting regulations and IFRS, and also to determine about whether these relations differ from each other. According to results, the financial ratios obtained from the financial statements prepared in IFRS period have more contribution on describing the stock returns than the financial ratios obtained from the financial statements prepared in uniform chart of accounts period.

Keywords: IFRS, Financial Statements, Stock Return, Panel Data Analysis.

Jel Classification: C23, G32, M41

1. Giriş

1990'lı yıllarda hızlanan ve birçok alanda değişime yol açan küreselleşme eğilimi ile birlikte, ülkeler arasındaki özel sermaye hareketleri ve çok uluslu şirketlerin faaliyet alanları artmıştır. Bu dönemde her ülkenin farklı muhasebe politikaları uygulaması ve farklı finansal tablolar hazırlaması, finansal tabloların anlaşılabilmesi ve karşılaştırılabilmesi sorununa yol açmıştır. Böylece muhasebe uygulamalarında ve finansal raporlamada bir standart arayışı başlamıştır.

İşletmelerin bir takvim yılı içerisindeki faaliyet sonucunu ve finansal durumunu göstermek amacıyla düzenlenen finansal tablolar farklı finansal bilgi kullanıcılarına sunulmaktadır. Farklı ülkelerde benzer özellikler taşıyan finansal tablolar hazırlansa da, ülkeler arasında farklı temellere dayanan finansal tablolar ortaya çıkmaktadır. Bu durum finansal bilgi kullanıcılarının karar alma süreçlerini olumsuz etkilemektedir (Erdem, 2012).

Ülkelerin muhasebe sistemlerindeki farklılıklar; finansal kaynaklar, hukuk sistemleri, politik ve ekonomik gelişmeler, vergilendirme, ekonomik krizler, sermaye piyasaları, enflasyon, ulusal kültür, işletmelerin ortaklık yapıları ve muhasebe mesleğinin gelişmişlik düzeyi gibi nedenlerden kaynaklanmaktadır (Çankaya ve Aydoğan, 2008: 302).

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS), ülkeler arasındaki muhasebe uygulamaları farklılıklarını ortadan kaldırmak amacıyla yapılan en önemli çalışmalardan birisidir. Farklı ülkelerde ortak muhasebe standartlarının kullanılması ve uygulanması, finansal tablolara olan güvenilirliği sağlayacaktır. Finansal tabloların güvenilirliğinin sağlanması, bir bilgi sistemi olan muhasebeden beklenen faydayı artıracaktır. Uluslararası alanda faaliyet gösteren kişi veya kuruluşlar, aynı finansal tabloyu farklı yerlerde benzer şekilde yorumlayabilecek ve karşı karşıya kaldıkları riskleri bu standartlar sayesinde azaltabileceklerdir. UFRS, ülkelerin farklı muhasebe uygulamalarından ortaya çıkan maliyetlerin azaltılmasını sağlayabilecektir (Büyüksalvarcı ve Uyar, 2012: 26).

Yerel muhasebe standartlarına göre düzenlenen finansal tablolar, uluslararası piyasalara ve bu piyasalarda yer alan yatırımcılara istenen finansal bilgiyi sunmada yetersiz kalmaktadır. Finansal tabloların anlaşılabilir, tutarlı, gerçek, şeffaf ve karşılaştırılabilir olması zorunluluğundan doğan "Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları (UMS ve UFRS)", yerel finansal raporlama anlayışında önemli değişikliklere yol açmıştır (Atmaca ve Çelenk, 2011: 114).

Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC), standartların yaygın bir şekilde uygulamaya alınmasının altında yatan temel beklentiler hakkında Wong Raporu (2004) hazırlamışlardır. UMS ve UFRS'lere geçişin etkileri ve uygulanmasına ilişkin sorunlar aşağıda Tablo 1'de özetlenmiştir (Selimoğlu, 2008: 111; Özkan ve Acar, 2010: 52-53; Atmaca ve Çelenk, 2011: 116-117);

Tablo 1: UMS ve UFRSlere Geçişin Etkileri

UMS/UFRS'ye Geçişin Olumlu Etkileri ve Sağlanan Temel Faydalar	• Ortak muhasebe kavramlarının oluşması, • Kar ve sermayenin iyi bir şekilde sunumu, • Sermaye maliyetini düşürme, • Artan şeffaflık, • Yatırımcılar için finansal bilginin daha fazla karşılaştırılabilir sağlanması, • Yatırımcıların daha fazla uluslararası yatırım yapma isteğini sağlama, • Daha etkin kaynak dağılımını sağlama kılma, • Ekonomik büyümenin artışı sağlama, • Kurumsallığın geliştirilmesi, • Aktiflerin defter değerini piyasa değerine yakınlaştırması.
UMS/UFRS'ye Geçişin Olumsuz Etkileri	• Subjektif olması, • Finansal raporlamada daha az muhafazakarlık, • Gizli bilgilerin açıklanması,
UMS/UFRS'ye Geçişin Uygulanmasına İlişkin Sorunlar	• Ülke içerisinde muhasebe standartlarının benimsenmesi konusunda karar vericileri özendiren ya da tersi yaklaşımlar, • Ülkede muhasebe standartlarının uygulanmasına ilişkin yasal güçlükler, • Muhasebe standartlarının uygulanmasında ve kabul edilmesinde kültürel farklılıktan kaynaklanan zorluklar, • KOBİ'lerin ve muhasebe firmalarının muhasebe standartlarını uygulamalarıyla ilgili güçlükler, • Muhasebe standartlarının anlaşılabilirlik sorunu, • Muhasebe standartlarının ülke dillerine çevirmesi ve ayrılacak kaynak sorunları, • Uluslararası standartlar konusunda öğrencilerin ve muhasebecilerin eğitilmesi sorunları.

Kaynak: Selimoğlu, 2008: 111; Özkan ve Acar, 2010: 52-53; Atmaca ve Çelenk, 2011: 116-117.

UMS ve UFRS uygulamalarının getirdiği değişimler, işletmelerin finansal tablolarının yapısını değiştirmektedir. Dolayısıyla finansal analiz süreci de bu değişiklikten etkilenmektedir. Bu durum, işletmelerin stratejik kararları açısından önemlidir (Atmaca, 2010: 523). Ayrıca yatırımcılar risk ve getiri tercihlerine göre yatırım yapacakları veya yaptıkları hisse senetleri üzerinden kazançlarını maksimize etmeye çalışırlar. Bunun için ihtiyaç duyulan bilgi kaynaklarından en önemlisi,

finansal tablolar olmaktadır. Finansal tablolar, firmaların likidite, finansal yapı, varlıklarını etkin kullanma ve kârlılık durumları gibi firmaya özgü faktörlerin belirlenmesi ve böylece ilgili firmaların hisse senetlerinin gerçek değerinin hesaplanabilmesi konusunda ihtiyaç duyulan bilgileri sağlamaktadır. Finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin araştırılması, öne çıkan bir uygulamalı finans alanı oluşturmıştır (Büyüksalvarcı, 2010: 131; Zor ve Karakuş, 2014: 5872).

Dolayısıyla finansal ve ekonomik performans göstergesi olan oranların elde edildiği finansal tabloların TDHP'na ve UFRS'ye göre hazırlanmasının ilgili finansal oranlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki üzerindeki etkisinin araştırılması ile Türkiye için bu konuda az sayıda ampirik çalışmanın yapılmış olması nedeniyle bu çalışmanın muhasebe ve finans literatürüne önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın iki temel amacı bulunmaktadır: i) UFRS öncesi (TDHP dönemi) ve UFRS sonrası yıllarda hazırlanan finansal tablolardan hesaplanan finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin belirlenmesi ve ii) bu ilişkinin farklı finansal tablolar kullanımı sonucunda farklılık taşıyıp taşımadığının tespit edilmesidir. Çalışmanın izleyen kısmında konuyla ilgili literatüre yer verilmiştir. Araştırmanın yöntemi, veriler ve analizler devamında yer almaktadır. Çalışma, sonuç ve öneriler ile tamamlanmaktadır.

2. Literatür

UFRS esaslı muhasebe uygulamasına geçiş, işletmeler için maliyetli olsa da, kullanıcılara, dünya çapında bir kıyaslama ve değerlendirme imkanı sağlayarak kaliteli ve sağlıklı finansal bilgi edinmelerini sağlamaktadır. Kasznik (1999), Leuz (2003), Barth ve diğerleri (2008)'e göre, UFRS ile artan kaliteli ve şeffaf finansal raporlama sonucu, piyasalardaki finansal bilgi manipülasyonu azalmış ve piyasaların etkinliği artmıştır. Bu durum, işletmelerin hisse senedi fiyat getirileri üzerinde de pozitif bir etki yaratmıştır (Sultanoğlu, 2014: 43).

UFRS'nin ekonomik küreselleşme ile birlikte birçok ülkede kullanılmaya başlanması, UFRS'nin mevcut kullanılan yerel standartlar ile farklı açılardan karşılaştırılmasına neden olmuştur.

UFRS'nin işletmelerin finansal oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi etkilediği yönünde sonuçlar tespit eden çalışmalar incelendiğinde;

Büyüksalvarcı (2010), İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2009 yılı verilerini kullanmış; finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasında doğrusal olmayan ilişkilerin var olduğu tespit edilmiştir.

Abdioğlu ve Büyüksalvarcı (2011), UFRS'yi zorunlu olarak uygulayan firmaların UFRS uygulaması öncesi ve sonrasında hisse senedi getirilerini açıklamada farklılıkları olup olmadığını araştırmışlardır. UFRS uygulamalarının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin "Al ve Tut" hisse senedi getiri hesaplama yöntemine göre, her bir dönem için istatistiksel olarak anlamlı olduğu; "Birikimli" hisse senedi getiri

hesaplama yöntemine göre ise 2005-2006 dönemi dışında diğer dönemlerde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Aydemir ve diğerleri (2012), İMKB’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 73 firmanın 1990-2009 dönemine ait verilerini kullanmışlar; kârlılık, likidite ve kaldıraç oranlarının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu; faaliyet oranlarının hisse senedi getirisini etkilemediği sonucunu elde etmişlerdir.

Akgün (2013), UFRS’nin firmaların performans düzeylerinin belirlenmesinde daha doğru bilgi sunduğunu ve önemli kararların alınmasında daha güvenilir finansal bilgi sağladığını tespit etmiştir.

Kaya ve Öztürk (2015) çalışmasında, aktif kârlılığı ve net kâr marjı değişkenlerinden hisse senedi fiyatı değişkenine doğru tek yönlü nedensellik, esas faaliyet kârlılığı ile hisse senedi fiyatı değişkenleri arasında ise iki yönlü nedensellik olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Karğın ve Demirel Arıcı (2015), Borsa İstanbul’da sunulan muhasebe bilgilerinin genel olarak kaliteli olduğunu belirtmişlerdir. 2005-2012 yılları arasında Borsa İstanbul’da sanayi ve hizmet sektöründe muhasebe bilgileri ile hisse senedi göstergeleri arasında ilişki olduğu; gelecek nakit akışlarının tahmin edilmesinde, karların nakit akışlarına göre daha iyi bir gösterge olduğu vurgulanmaktadır.

UFRS’nin işletmelerin finansal oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi etkilemediği yönünde sonuçlar tespit eden çalışmalar incelendiğinde;

Büyüksalvarcı ve Uyar (2012), 2004 yılı için UFRS’ye göre hazırlanmamış mali tablolardan elde edilen finansal oranların, UFRS’ye göre hazırlanmış mali tablolardan elde edilen finansal oranlara göre firmaların hisse senedi getirilerini ve piyasa değerlerini açıklamada daha üstün olduğunu tespit etmişlerdir.

Zor ve Karakuş (2014), TDHP’na göre düzenlenen mali tablolardan elde edilen oranlar ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu, UFRS’ye uyumlu olarak hazırlanan mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse getirileri arasında ise istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Sultanoğlu (2014), Borsa İstanbul’da işlem gören 26 imalat sanayi işletmesinin UFRS Öncesi (2000-2004) ve UFRS Sonrası (2005-2010) ihtiyaca uygunluk analizlerinde; UFRS’den sonra, finansal bilginin ihtiyaca uygunluğunda anlamlı bir artış olduğunu, özkaynak defter değerinin işletmelerin piyasa değerlerini açıklamada etkin olduğunu ve net kâr değerindeki değişim değerinin UFRS’ye geçişten sonra hisse senedi getirisine yansımalarının anlamlı olduğunu bulmuştur. UFRS’ye göre hazırlanmamış finansal tablolardan elde edilen finansal oranların, işletmelerin hisse senedi getirilerini açıklamada daha çok katkı sağladığı tespit edilmiştir.

Çürük ve Tanyeri (2015), BİST’te işlem gören 20 gayrimenkul yatırım ortaklığı üzerinde yaptıkları analizde, konsolide finansal tabloların firma performansı üzerine pozitif etkisinin olduğunu gösterir bir kanıt bulamamışlardır.

UFRS’nin uygulanmasıyla finansal tablolarda farklılıkların ortaya çıkıp çıkmadığına ilişkin araştırmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazılarında;

Lainez ve Callao (2000), Petreski (2006), Çelik, Aygören ve Uyar (2007), UFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolarda belirgin farklılıklar tespit etmişlerdir. Lainez ve Callao (2000), UFRS'ye geçiş ile işletmelerin borçlanma oranlarına karşılık likidite oranlarının daha az etkilendiğini, Petreski (2006) ise UFRS'ye geçişin öz kaynaklarda azalışa, borçlarda ise artışa neden olduğunu tespit etmiştir.

Atmaca (2010), Atmaca ve Çelenk (2011), İstanbul Sanayi Odası'nın 2007 yılında açıkladığı Türkiye'nin ilk 500 sanayi kuruluşu için anket yöntemini kullanmışlar ve UFRS'lerin işletmelerin finansal analizlerinin kalite düzeyine olumlu yönde etkide bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Şengür ve Çiftçi (2011), faaliyet tabanlı raporlamanın sadece nakit akış tablosunda değil, gelir tablosu ve bilançoda da finansal tablo kullanıcılarına işletme faaliyetleri hakkında daha faydalı ve geleneksel yöntemle göre daha gerçekçi bilgiler sunduğunu tespit etmişlerdir.

Çalışkan (2012), UFRS'nin İMKB'de faaliyet gösteren firmaların enflasyon muhasebesine göre hazırlanmış mali tablolarından elde edilen oranlarda herhangi bir farklılık oluşturup oluşturmadığını, hem enflasyon muhasebesine göre hem de UFRS'e göre hazırlanmış 14 adet oranı, Wilcoxon ilişkili ikili örneklem testi ile araştırmıştır. Elde edilen sonuca göre, UFRS'nin 14 finansal orandan 6'sında farklılık oluşturmaktadır.

Kayalidere (2013), raporlanan muhasebe bilgilerinin fonksiyonu şeklinde modelleyen Ohlson yaklaşımını kullanarak, finansal kurumlarda muhasebe bilgileri ile firma piyasa değeri arasındaki ilişki düzeyini araştırmıştır. Çalışmanın genel sonucu, değer ilişkisi bağlamında ampirik olarak muhasebe bilgilerinin önemli olduğu şeklindedir.

Ayrıçay ve Türk (2014), BİST'de kayıtlı 56 üretim firmasının finansal oranları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2004-2011 yılları verilerini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar; aktif devir hızı, asit-test oranı, PD/DD oranı ve finansal kaldıraç oranlarının firma değeri üzerinde anlamlı etkisi olduğu ancak, borçlanma oranı ve aktif kârlılık oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki olmadığıdır.

3. Araştırmanın Hipotezi

Finansal bilginin ihtiyaca uygunluk çalışmaları, işletmeler tarafından açıklanan muhasebe rakamlarının işletmelerin piyasa değeri veya fiyatlarını açıklamada ne derece anlamlı sonuçlar verdiğini incelemek için yapılmaktadır. Finansal bilgi, *"kullanıcıların ekonomik kararlar vermelerinde etkili ise ihtiyaca uygundur"*. Finansal bilgi ancak işletmenin piyasa değeri ve/veya fiyatı ile ilişkilendirildiğinde ve yatırımcıların kararlarında değişikliğe neden olduğunda ihtiyaca uygun bilgi olarak nitelendirilebilecektir (Sultanoğlu, 2014: 59-61).

Farklı muhasebe standartlarına göre düzenlenen finansal tablolardan hesaplanmış finansal oranlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin belirlenmesi ve sonuçların karşılaştırılmasına yönelik aşağıdaki hipotezler kurulmuştur:

Hipotez H_0 : Firmaların finansal oranlarının hisse senedi getirilerini açıklama düzeylerinde UFRS'ye geçişten sonra bir değişim olmamıştır.

Hipotez H_1 : Firmaların finansal oranlarının hisse senedi getirilerini açıklama düzeylerinde UFRS'ye geçişten sonra anlamlı bir artış olmuştur.

4. Model, Veri ve Yöntem

Bu çalışmada, TDHP'na göre hazırlanan ve UFRS'ye göre düzenlenen finansal tablolardan hesaplanmış finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin test edilmesine yönelik **Rasyo Modeli**¹ kullanılarak panel regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada kullanılacak modelde; hisse senedi getirisi bağımlı değişken, finansal oranlar ise bağımsız değişkenler olarak aşağıdaki gibi tanımlanabilir:

$$R_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CO_{it} + \beta_2 LO_{it} + \beta_3 NO_{it} + \beta_4 ADH_{it} + \beta_5 KO_{it} + \beta_6 BO_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 NKM_{it} + \beta_{10} KO_{it} + \beta_{11} PPO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayi sektöründeki 43 firmanın TDHP (1996-2004) ve UFRS (2005-2014) dönemleri için yıllık gözlemlerinden oluşan iki ayrı panel veri seti hazırlanmıştır. Bu denklemde yer alan değişkenlere ait verilerin kaynağı, kamuya açıklanan finansal tablolardır.

Finansal oranların hazırlanmasında kullanılan veriler, Borsa İstanbul, İş Yatırım ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sayfalarından alınmıştır. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sektöründeki ilgili dönemler içinde eksiksiz verilere sahip 43 firma incelenmiştir. Veri setine finansal tablolarının farklılığı sebebiyle, bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finans sektöründe faaliyet gösteren firmalar dahil edilmemiştir. Ayrıca, konsolidasyonun etkileri çalışma dahilinde olmadığı için konsolide finansal tablo düzenleyen firmalar analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışmada kullanılan finansal oranların tanımları ve hesaplamaları Tablo 2'de yer almaktadır:

Tablo 2: Finansal Oranlar ve Hesaplamaları

Sembol	Finansal Oranlar	Hesaplanması
R	Hisse Senedi Getirisi	$[(P_{it+1} - P_{it}) / P_{it}]$
CO	Cari Oran	Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Borçlar
LO	Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/ Kısa Vadeli Borçlar
NO	Nakit Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar-Alacaklar)/Kısa Vadeli Borçlar
ADH	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Toplam Aktif
KO	Kaldıraç Oranı	Toplam Borç/Toplam Aktif
BO	Borçlanma Oranı	Toplam Borç/Özsermaye
ROE	Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye

¹ Bu model, Zor ve Karakuş (2014), Sultanoğlu (2014), Büyüksalvarcı ve Uyar'ın (2012) çalışmalarında da kullanılmıştır.

ROA	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktif
NKM	Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar
KKO	Kaynaklar Üzerinden Karlılık Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Kaynaklar
PPO	Piyasa Performans Oranı (Piyasa/Defter Değeri)	Hisse Başı Piyasa Değeri/Hisse Başı Defter Değeri
ε	Panel Regresyon Modelinin Hata Terimidir.	

Rasyo analizi, literatürde finansal performansı ölçmede sıkça kullanılmaktadır. Bazı kısıtları olmasına karşın, rasyo analizi, ekonomik ve finansal analizler arasında değerlendirilebilir karşılaştırmalar yapmak için muhasebe ve finans alanında kullanılan güvenilir bir araç ve yöntemdir. Rasyo analizi, firmaların faaliyetleri ve finansal durumları hakkında önemli bilgiler sağlamaktadır. Bir firmanın finansal durumunu analiz edenler (kısa vadeli ve uzun vadeli borç verecek kreditorler, hissedarlar, yöneticiler, çalışanlar gibi) firmanın likidite gücü, karlılığı, finansal yapısı ve varlıklarının etkinliği hakkında rasyolardan yararlı bilgiler edinebilmektedirler (Gentzoglani, 1997: 173).

(1) Nolu denklemin tahmini için panel veri ekonometrisi tekniklerine kullanılmıştır. Panel veri yönteminin faydaları ve kısıtları, özetle aşağıda belirtilmiştir (Baltagi, 2001: 5-8);

i. Panel veri yönteminde, yatay kesitlere ait farklılıkların gözlenebilmektedir. Panel veri setleri, yüksek serbestlik derecesine sahiptir. Ayrıca değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olasılığı çok düşüktür. Yatay-kesit ve zaman serilerine göre çok daha karmaşık fonksiyonel ilişkileri modellemek mümkündür. Veri toplulaştırılmasından kaynaklanan hata ve sapma sorunlarına daha az rastlanır.

ii. Panel verinin taşıdığı kısıtları ise: Zaman boyutu nedeniyle, değişkenler arası korelasyon sorunundan kaynaklanan sapmalı tahmin ediciler ve tutarsız tahminler oluşabilmektedir. Zaman boyutunun çok kısa ve yatay-kesit boyutunun çok büyük olması durumunda, yatay-kesitsel farklılıkları da araştıran modellerin etkinliği düşük olmaktadır. Panel verinin başka kısıtı ise verilerin toplanması ve düzenlenmesinin zorluğudur.

5. Ampirik Sonuçlar

Ampirik uygulamada ilk olarak, 43 firmaya ait finansal oranları temsilen kullanılan verilerin bir arada kullanılmasının uygunluğu ve dört farklı panel veri modelinden en etkin olanının seçimine yönelik olarak χ^2 dağılımlı LR (olabilirlik oran testi, likelihood ratio test) kullanılmış; her iki örneklem için, Model (3)'ün daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Tablo 3). Bu sonuç, 43 firmanın hisse senedi getirisinin açıklanmasında, finansal oranların kullanılmasının ve modelde ortak bir sabit katsayısının yer almasının uygun olacağını ifade etmektedir. Model (3)'ün matematiksel yapısı, çalışmada kullanılan (1) no'lu denklem ile aynıdır.

(1) no'lu denkleme ait katsayıların tahmini için, düzeltilmiş standart sapmalı panel veri tahmincisi (panel-corrected standard error (pcse) estimator) kullanılmıştır. Değişen varyansı ve otokorelasyonu dikkate almadan yapılan tahmin sonuçlarında, standart hatalar, t-testleri, F-testi ve belirlilik katsayısı (R^2) değerleri gerçek değerlerinden farklı hesaplanarak sahte regresyon sorununa yol açmaktadır. Bu yöntem, panel veri analizinde sık olarak rastlanan değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının tahmin sonuçları üzerinde etkisini telafi etmek için seçilmiştir.

Tablo 3: Panel Veri Modeli Seçimi

Hipotezler	TDHP Dönemi			UFRS Dönemi		
	LR-testi	[sd]	(pd)	LR-testi	[sd]	(pd)
Model (2), Model (1)'den üstün değildir.	26,9	[42]	(0,974)	22,9	[42]	(0,996)
Model (3), Model (1)'den üstün değildir.	345,6	[11]	(0,000)	24,0	[11]	(0,015)
Model (4), Model (1)'den üstün değildir.	381,9	[53]	(0,000)	52,2	[53]	(0,660)
Model (4), Model (2)'den üstün değildir.	355,0	[11]	(0,000)	29,2	[11]	(0,008)
Model (4), Model (3)'den üstün değildir.	36,3	[42]	(0,776)	28,1	[42]	(0,978)

Açıklamalar: Model (1): Sadece sabitten oluşan model; Model (2): Firma etkilerinden oluşan model; Model (3): Değişkenlerden oluşan model; Model (4): Firma etkilerinden ve değişkenlerden oluşan modeldir. LR-testi, χ^2 dağılımlı olabirlik oran testi (likelihood ratio test); [sd]: serbestlik derecesi ve (pd): olasılık değeridir. Hesaplamalar, NLOGIT 4 ekonometri yazılımıyla yapılmıştır.

Tablo 4'de, 43 firmaya ait TDHP (1996-2004) ve UFRS (2005-2014) dönemleri için (1) no'lu denkleme ait katsayıların tahmin sonuçları yer almaktadır. TDHP dönemi için modelin anlamlılığını gösteren belirlilik katsayısı değeri (R^2) % 10,8; UFRS dönemi için % 51,1 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuca göre, rasyo modelinde yer alan finansal oranlar, TDHP döneminde hisse senedi getirisindeki değişmelerin %10,8'ini açıklarken, UFRS döneminde ise % 51,1'ini açıklamaktadır. Bir başka ifadeyle UFRS'ye uyumlu finansal tablolardan hesaplanmış finansal oranların hisse senedi getirisindeki değişmeleri açıklama gücü TDHP dönemine göre beş kat artmıştır. Modellerin anlamlılığı için kullanılan bir diğer istatistiksel yöntem, Wald testidir. Bu testin sonuçlarına göre, her iki model için modelin anlamsızlığını ileri süren yokluk hipotezleri reddedilmektedir. UFRS dönemine ait modelin anlamsızlığını ileri süren yokluk hipotezi çok daha kuvvetli olarak reddedilmektedir.

Tablo 4'de, her bir finansal oran değişkeninin katsayısı, hisse senedi getirisindeki değişmeler üzerine etkisini; olasılık (pd) değerleri ise bu katsayıların istatistiksel olarak güvenilirliğini göstermektedir. 0,10'un üzerinde olan olasılık (pd) değerleri, ilgili katsayının sıfırdan farksız olduğunu yani ilgili finansal oranın, hisse senedi getirisi üzerine etkisinin olmadığını göstermektedir. TDHP döneminde sadece kaynaklar üzerinden karlılık oranı (KKO) ve piyasa performans oranı (PPO) değişkenlerinin hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. UFRS döneminde ise cari oran (CO), asit-test oranı (LO), nakit oranı (NO), kaldıraç oranı (KO), borçlanma oranı (BO), öz sermaye karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA) ve piyasa

performans oranı (PPO) değişkenlerinin hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar karşılaştırıldığında modelde yer alan on iki değişkenden ikisi, TDHP döneminde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip iken; on iki değişkenden sekizi, UFRS döneminde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. Genel olarak değerlendirildiğinde UFRS'ye uyumlu finansal tablolardan hesaplanmış finansal oranların hisse senedi getirisi üzerindeki etkilerinin daha belirgin hale geldiği söylenebilir. Böylece, Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların finansal tablolarında sunduğu finansal bilginin ihtiyaca uygunluğunda UFRS'ye geçişten sonra anlamlı düzeyde bir artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panel veri analiz sonuçlarına göre, TDHP döneminde kaynaklar üzerinden karlılık oranı (KKO) ve piyasa performans oranı (PPO) değişkenleri, hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etkiye sahiptir. Diğer değişkenlerinin hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

UFRS döneminde ise, cari oran (CO), nakit oranı (NO), kaldıraç oranı (KO), aktif karlılığı (ROA) ve piyasa performans oranı (PPO) değişkenleri, hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etkiye; asit test oranı (LO), borçlanma oranı (BO) ve özsermaye karlılığı (ROE) değişkenleri, hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir etkiye sahiptir. Aktif devir hızı (ADH), net kar marjı (NKM) ve kaynaklar üzerinden karlılık oranı (KKO) değişkenlerinin hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Tablo 4: Panel Veri Analiz Sonuçları

Bağımlı değişken: R	TDHP Dönemi		UFRS Dönemi	
Bağımsız Değişkenler:	Katsayı	(pd)	Katsayı	(pd)
CO	0.090	(0.354)	0.390	(0.000)
LO	- 0.139	(0.377)	- 0.304	(0.016)
NO	- 0.005	(0.961)	0.191	(0.000)
ADH	- 0.040	(0.674)	0.122	(0.455)
KO	0.251	(0.484)	2.632	(0.000)
BO	- 0.048	(0.111)	- 0.136	(0.000)
ROE	- 0.095	(0.297)	- 0.519	(0.013)
ROA	0.903	(0.403)	3.415	(0.084)
NKM	0.122	(0.873)	- 0.028	(0.828)
KKO	0.792	(0.029)	0.019	(0.989)
PPO	0.033	(0.005)	0.042	(0.002)
Sabit	0.032	(0.916)	- 1.671	(0.000)
R ²	0,108		0,511	
Wald Testi	36,02	(0,000)	303,29	(0,000)

Açıklamalar: (pd), olasılık değeri; Wald testi, modelin anlamsızlığı ileri süren χ^2 dağılımlı testtir. Hesaplamalar, Stata 14 ekonometri yazılımıyla yapılmıştır.

6. Sonuç ve Değerlendirme

Her ülkede farklı finansal tabloların hazırlanması ve finansal bilgi kullanıcılarının karar alma süreçlerinin bu durumdan olumsuz etkilenmesi, muhasebe uygulamalarında ve finansal raporlamada bir standart arayışına neden olmuştur. Bu sorunu gidermeye yönelik yapılan en önemli düzenleme, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'dir. Yapılan birçok çalışma, UFRS'ye uyumlu hazırlanan finansal tabloların daha nitelikli bilgi sağlayacağı beklentisi yönündedir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da yerel muhasebe düzenlemelerine ve UFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolardan hesaplanmış finansal oranlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri araştırmıştır. Buradan elde edilen bilgiler, uygulanan muhasebe standartlarına göre bu ilişkinin farklılaşıp farklılaşmadığını da ortaya koymaktadır. Çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayi sektöründeki 43 firmanın TDHP (1996-2004) ve UFRS (2005-2014) dönemleri için yıllık gözlemlerinden oluşan iki ayrı örneklem kullanılmıştır. Analiz sonuçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Rasyo modelinde yer alan finansal oranlar, TDHP döneminde hisse senedi getirisindeki değişmelerin % 10,8'ini açıklarken, UFRS döneminde ise % 51,1'ini açıklamaktadır. Bu sonuca göre, UFRS'ye uyumlu finansal tablolardan elde edilen finansal oranların hisse senedi getirisindeki değişmeleri açıklama gücünün TDHP dönemine göre beş kat arttığı söylenebilir.
- Finansal oranların etkileri değerlendirildiğinde, TDHP döneminde sadece kaynaklar üzerinden karlılık oranı (KKO) ve piyasa performans oranı (PPO) değişkenlerinin hisse senedi getirisi üzerinde etkilidir.
- UFRS döneminde ise cari oran (CO), asit-test oranı (LO), nakit oranı (NO), kaldıraç oranı (KO), borçlanma oranı (BO), öz sermaye karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA) ve piyasa performans oranı (PPO) değişkenlerinin hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların finansal tablolarında sunduğu finansal bilginin ihtiyaca uygunluğunda UFRS'ye geçişten sonra anlamlı düzeyde bir artış olduğu, yatırımcıların UFRS'ye göre finansal tabloların hazırlandığı dönemde belirtilen oranları hisse senetlerini değerlerken kullandıkları ve TDHP'na göre elde edilen oranları ise kullanmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Böylece, Türkiye'de UFRS'ye göre hazırlanmış finansal tablolardan elde edilen finansal oranların, TDHP'na göre hazırlanmış finansal tablolardan elde edilen finansal oranlara göre işletmelerin hisse senedi getirilerini açıklamada daha çok katkı sağlayacağı söylenebilir.

7. Kaynaklar

Abdioğlu, H. ve Büyükşalvarcı, A. (2011). UFRS Uygulamasının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, *Türkiye Coğrafyasında UFRS Sempozyumu*, Sinop.

Akgün, A.İ. (2013). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkisi: İMKB'ye Yönelik Bir Araştırma, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14(1),10-26.

Atmaca, M. (2010). Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarının İşletmelerin Finansal Analize Etkilerini Değerlendirmeye Yönelik Bir Araştırma, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 28 (1), 523-548.

Atmaca, M. ve Çelenk, H. (2011). Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkilerinin Regresyon Analizi İle Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak, 113-125.

Aydemir, O., Ögel, S. ve Demirtaş, G. Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü, *Celal Bayar Üniversitesi, İİBF, Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19 (2), 277-288.

Ayrıçay, Y. ve Türk, V.E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, 53-70.

Baltagi, B.H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data* (2nd Edition), England: John Wiley & Sons.

Büyükşalvarcı, A. (2010). Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 130-141.

Büyükşalvarcı, A. ve Uyar, S. (2012). Farklı Muhasebe Düzenlemelerine Göre Hazırlanan Mali Tablolardan Elde Edilen Finansal Oranlar İle Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri ve Piyasa Değerleri Arasındaki İlişki, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 53, Ocak, 25-48.

Çalışkan, M.T. (2012). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkileri: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, 2. *Uluslararası Türk Coğrafyasında UFRS Sempozyumu*, Trabzon.

Çankaya, F. ve Aydoğan, E. (2008). Küresel Farklılıklar Çerçevesinde Muhasebe Standartlarının Uyumu, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11, 299-326.

Çelik, M., Aygören, H. ve Uyar, S. (2007). The Impact of International Financial Reporting Standards on Financial Statement and Financial Ratios. *The Balkan Countries 1st International Conference on Accounting and Auditing*, Edirne, 827-836.

Çürük, T. ve Tanyeri, A. (2015). Konsolide Finansal Tabloların Finansal Kuruluşların Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye'deki Kuruluşlar Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma, *International Conference on Eurasian Economies*, 522-526.

Erdem, Ş. (2012). Muhasebe Standardının Dünya'daki Gelişimi, <http://www.yeni.makale.com/muhasebe-standardinin-dunyadaki-gelisimi.html#ixzz3xyupBcCH>, (Erişim Tarihi:15.01.2016).

Gentzoglanis, A. (1997). Economic and Financial Performance of Cooperatives and Investor-Owned Firms: An Empirical Study, Strategies and Structure in the Agro-food Industries, Nilson J. and Dijk G. V. (Eds), 171-182.

Karğın, M. ve Demirel Arıcı, N. (2015). Muhasebe Bilgilerinin Kalitesini Ölçmeye Yönelik Bir Çalışma: Borsa İstanbul Örneği, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, 1-22.

Kaya, A. ve Öztürk, M. (2015). Muhasebe Kârları İle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, 37-54.

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

Lainez, J.A. ve Callao, S. (2000). The Effect of Accounting Diversity on International Financial Analysis: Empirical Evidence, *The International Journal of Accounting*, 35 (1), 65-83.

Özkan, S. ve Erdener Acar, E. (2010). Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Tablolar Analizi Üzerindeki Etkilerine Genel Bakış, *Mali Çözüm*, 97, 47-85.

Petreski, M. (2006). The Impact of International Accounting Standards on Firms. Financial Accounting and Reporting Section Meeting Paper, 1-12.

Selimoğlu, S. K. (2008). Dünyadaki Uygulamalardan Hareketle Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Tablolar Üzerindeki Genel Etkileri, *XII. Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu*, Kıbrıs, 111.

Sultanoğlu, B. (2014). *UFRS'nin Borsa İstanbul'daki Şirketlerin Finansal Tabloları Üzerindeki Etkisi: Finansal Bilginin İhtiyaca Uygunluğu ve Finansal Tablolar Analizi*, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara.

Şengür, E.D. ve Çiftçi, H.N. (2011). İşletmelerde Faaliyetlerin Sınıflandırılması ve Finansal Raporlama Üzerine Etkileri, *Mali Çözüm Dergisi*, 35-64.

Zor, İ. ve Karakuş, R. (2014). Tek Düzen Hesap Planı ve UFRS'ye Göre Elde Edilen Finansal Oranların Hisse Getirileri ile İlişkisinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: BİST'te Bir Uygulama, *Journal of Yasar University*, 9 (34), 5870-5886.