

## İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELERİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLE ÇEŞİTLİ FİNANSAL GÖSTERGELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Eda ORUÇ\*

### Öz

Hisse senetlerinin gelecek getirilerini tahmin etmeye ilişkin olarak çeşitli finansal göstergelerin kullanılması ve değerlendirmeye alınması, piyasa aktörleri açısından önemli konulardan biridir. Literatürde yer alan kimi çalışmalar hisse senedi getirilerinin tahmininde geçmiş dönem getirilerine odaklanırken kimi çalışmalar ise işletmelerin çeşitli finansal göstergelerine odaklanır.

Bu çalışmada İMKB-100 endeksinde işlem gören ve verileri kesintisiz olarak elde edilen işletmelerin çeşitli finansal oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada kullandığımız başlıca finansal oranlar şunlardır; aktif devir hızı, öz sermaye toplam varlık oranı, öz sermaye karlılığı, satış büyüklüğü, varlık büyümesi ve piyasa değeri defter değeri oranıdır.

Portföy yaklaşımını kullanarak yaptığımız çalışmada, işletmelerin  $t$  dönemine ait mali tablolarından elde edilen finansal oranları büyüklükleri temelinde sıralayıp her bir finansal oran için büyüklük temelinde farklı işletme portföyleri oluşturulmuştur. İkinci adımda, oranlar temelinde oluşturduğumuz işletme portföylerinin  $t+1$  dönemi portföy getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra ortalama yıllık getirileri hesaplanan portföylerin getirileri üzerine portföyleri oluşturmada temel aldığımız finansal oranların etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Yapılan incelemede finansal oranların hem yıllar itibarıyla oluşturulan portföy getirileri üzerine, hem de 1997-2008 dönemi için 12 yıllık dönemsel ortalama getirileri üzerine etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, yıllar itibarıyla, getirilerin tahmin edilmesinde aktif devir hızı, satış büyüklüğü, varlık büyümesi ve piyasa değeri defter değeri oranının etkili olduğu görülmüştür.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Oranlar, Hisse senedi Getirileri

\* Arş. Gör., Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı (edaoruc@yahoo.com)

## Estimating the Stocks Return with Financial Ratios; Application in ISE-100 Index

### *Abstract*

*Using various financial indicators to predict the future returns of stocks is very important for the actors of market. While some of the studies which were carried out focus on back returns of stocks, others focus on various financial indicators of companies in the finance literature*

*The relationship between the stocks returns with various financial ratios of the companies which were continuously processed in ISE-100 between the years 1997-2008 was investigated in this study. The main financial ratios, which were used in this study, are asset turnover, equity- total assets ratio, return on equity, sales size, asset growth and market value-book value ratio. The financial ratios which were obtained from financial statement in the  $t$  period of the companies were assorted depend on their size. Then the different portfolios of companies were arranged in order of size. In the second stage, the returns of portfolios which were assorted by ratios, were calculated for  $t+1$  period. I have investigated whether the returns of portfolios, that average yearly returns were calculated, were affected by financial ratios which were used by forming the portfolios. The effects of financial ratios on portfolio returns per annum and on portfolio periodic average returns (12 years), were tried to determine in the analysis. According to the results, asset turnover, sales size, asset growth and market value-book value ratio are effective to predict the stocks returns based on years.*

**Keywords:** *Financial Ratios, Stocks Returns*

### **I. GİRİŞ**

Etkin piyasalar hipotezi, piyasa aktörlerinin piyasada varolan tüm bilgilere ulaşabileceklerini ifade eder. Dolayısıyla etkin piyasalar hipotezine göre, piyasa aktörlerinin hisse senedi geçmiş dönem getiri bilgileri temelinde yatırım yaparak yüksek getiri elde edemeyecekleri belirtilir. Etkin piyasalar hipotezinin bu açıklamasına karşılık yatırımcıların hisse senedi getirilerini öngörme çabalarının olduğu ve piyasanın üstünde getiri elde etmeye dönük sürekli bir arayış içerisinde oldukları bilinen bir gerçekliktir.

Hisse senedi getirilerini öngörmeye ilişkin olarak finans literatürün de yapılan çalışmalar büyük ölçüde hisse senedi getirilerine ait temel göstergeler (finansal oranlar) ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki arayışına odaklanmaktadır. Hisse senetlerinin gelecekteki getirilerinin tahmin edilmesinde, bir gösterge olarak kullanılan değişkenler temelde işletmelerin finansal tablolarından elde edilen göstergeler olmakla beraber kimi zaman da piyasa temelli göstergeler olmaktadır. Gerek finansal tablolardan gerekse piyasadaki elde edilen göstergelerle hisse senedi getirileri arasındaki bir ilişkinin varlığı durumunda bu göstergelerin yatırım kararlarında kullanılması mümkün olmaktadır.

## II. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLE ÇEŞİTLİ FİNANSAL ORANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİYE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Hisse senedi getirisi ile işletmelere ilişkin çeşitli finansal göstergeler arasında bir ilişkinin varlığı durumunda yatırımcılar, tespit edilen bu ilişkiyi yatırım kararlarında kullanabilirler. Yatırımcıların yatırım kararlarında bu tarz yol gösterici referanslar arayışı içinde olmaları farklı akademik çalışmalarla da desteklenen, çok sayıda göstergenin gündeme gelmesine yol açmıştır. Bu çalışmalardan biri olan Roll tarafından yapılan çalışmada, işletme büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerine etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada büyüklük açısından küçük olan işletmelerin ortalama getirilerinin yüksek olduğu, büyük olan işletmelerin ise ortalama getirilerinin düşük olduğu görülmüştür. Yapılan bu çalışmada bu sonuca neden olarak sistematik risk ölçümünde yapılan yanlışlara işaret edilmektedir. Roll'a göre küçük işletmelerin hisse senetlerinin riski büyük olan işletmelerin riskine kıyasla daha düşük ölçülmektedir ve bu nedenle de ortalama getiriler olduğundan fazla değerlendirilmektedir (Roll, 1981: 884-889). Değişik finansal oranlar temelinde hisse senetlerinin gelecekte sağlayacakları getirileri belirlemeye yönelik olarak, Lau, Lee ve McInish tarafından yapılan çalışmada, işletme büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerine etkisinin yanı sıra beta katsayısı, kazanç fiyat oranı, nakit akışı/fiyat oranı, defter değeri piyasa değeri oranı ve satış büyüklüğü gibi farklı finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Singapur ve Malezya üzerinde yapılan çalışma, iki ülkeye ait hisse senedi getirileri üzerine finansal oranların etkisinin ne şekilde olduğunu açıklamaya yöneliktir. Yapılan çalışmada elde edilen sonuçlara göre her iki ülkede hisse senedi getirileri ile işletme büyüklüğü arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Singapur üzerinde yapılan değerlendirme de hisse senedi getirileri ile satış büyüklüğü arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Malezya üzerinde yapılan değerlendirme de hisse senedi getirileri ile kazanç fiyat oranı arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Yüksek kazanç fiyat oranına sahip işletmelerin performanslarının da yüksek olacağı göz önüne alındığında hisse senedi getirilerinin artması beklenen bir durumun göstergesidir. İşletme performansında gerçekleşen bir artış hisse senedi getirilerindeki bir artışı da beraberinde getirmektedir (Lau ve diğ., 2002: 208-209).

Welch tarafından yapılan çalışmada, hisse senedi fiyatlarında yaşanan değişimlerin Amerikan işletmelerinin sermaye yapıları kararları üzerine etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, hisse senedi fiyatlarında gerçekleşen değişimlere karşı sermaye yapıları değişkenlik göstermektedir. Yapılan bu çalışmada hisse senedi getirilerinin işletmenin borçluluk oranını %40 oranında açıkladığı tespit edilmiştir (Welch, 2004: 106-107). İşletmelerin finansman tercihlerini belirlerken finansman kaynakları arasında sıralamaya giderek dış kaynaklara kıyasla iç kaynaklara öncelik verdiği durumlar olabilir. Bu tarz bir kaynak sıralamasını tercih eden bir işletme öncelikle iç fonlarını tüketme eğilimi içindedir. Daha sonra borçlanma yoluyla ve en son olarak da hisse senedi ihracı yoluyla kaynak sağlamayı tercih eder (Myers, 1984: 581) (Myers ve Majluf, 1984: 191-194).

Literatürde finansal hiyerarşi teorisi olarak adlandırılan ve işletmelerin finansman kaynaklarına yönelik politikasının bir hiyerarşiye dayandığını belirten bu teori kapsamında hisse senetleri fiyatları, kullanılan kaynak niteliğine göre farklı tepkiler göstermektedir (Welch, 2004: 124).

Sermaye yapısına ilişkin kararlara karşı ortaya çıkan farklı tepkiler, piyasa tarafından işletmenin geleceğine dair sinyal olarak algılanır. Literatürde, sinyal teorisi adı verilen yaklaşıma göre, bir işletmenin finansman tercihinde borçlanmaya veya öz sermaye ye ağırlık vermesi piyasa için bir işaret niteliği taşımaktadır. Sinyal teorisine göre, yatırımcıların, bir işletmenin başarısına ilişkin beklentileri, o işletmenin finansman tercihlerine bakarak oluşmaktadır (Frydenberg, 2004: 22). Bu açıdan işletmenin gelecekle ilgili beklentilerinin iyimser veya kötümser olduğuna dair bir gösterge olarak sermaye yapısı kararları önemlidir. Bir işletmenin, borçlanma ile piyasada yaratacağı sinyal etkisi, işletmenin hisse senedi ihracı ile piyasada yaratacağı sinyal etkisinden daha düşük olmaktadır. Yapılan çalışmalarda yatırımcıların işletmelerin borçlanma duyurularına olan tepkisinin, hisse senedi ihracına olan tepkisinden daha düşük olduğunu göstermektedir. Buna neden olarak da işletme borçlarının değerinin özkaynakların (hisse senetlerinin) değerine kıyasla işletme başarısına daha az duyarlı olmaları gösterilmektedir (Koller ve diğ. 2005: 479-480). Dolayısıyla sermaye yapısı kararlarına bağlı olarak ortaya çıkan borç/özsermaye oranı yatırımcılar tarafından işletmenin başarısına ilişkin beklentilerini oluşturmada bir gösterge niteliğindedir.

Abarbanell ve Bushee tarafından yapılan diğer bir çalışmada, yatırımcıların, hisse senetlerinin gelecek dönem getirilerine yönelik beklentilerini, işletmelerin finansal performanslarını takip ederek belirledikleri ifade edilmektedir. Özellikle işletmelerin geçmiş dönemdeki performanslarının gelecek dönem getirilerini ve hisse senedi fiyatlarını etkileyeceği belirtilmektedir (Sharma ve Preeti, 2009: 32). Fama ve French, 1963-1992 dönemini kapsayan çalışmalarında işletme büyüklüğü ve defter değeri piyasa değeri oranı ile hisse senedi getirileri ve işletme karlılıkları arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Yapmış oldukları çalışmada işletme büyüklüğü ve defter değeri piyasa değeri oranı faktörlerinin hisse senedi getirilerinin yanı sıra, karlılık ile de ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır (Fama ve French, 1995: 143-146).

Lakonishok, Schleifer ve Vishny tarafından yapılan çalışmada NYSE ve AMEX borsalarında işlem gören hisse senetleri üzerinde bazı finansal göstergelere (kar payı, kazanç vd.) ait düşük fiyatlı hisselerin alınması olarak belirtilen değer stratejileri incelenmiştir. Lakonishok, Shleifer ve Vishy'e göre, düşük defter değeri piyasa değeri oranı, fiyat kazanç oranı ve nakit akışı fiyat oranına sahip hisselerle kıyasla, yüksek defter değeri piyasa değeri oranı, fiyat kazanç oranı ve nakit akışı fiyat oranına sahip hisseler daha fazla getiri sağlamaktadır (Lakonishok ve diğ., 1994: 1541-1578). Basu, tarafından yapılan ve hisse senedi fiyatlarının fiyat kazanç oranı ile ilişkisini incelediği çalışma Eylül 1956 - Ağustos 1971 döneminde New York Borsası'nda işlem gören işletmeler üzerinde gerçekleştirilmiştir. Basu'ya göre işletmelerin fiyat kazanç oranları hisse senedi fiyatlarına hızlı bir şekilde yansımamaktadır. Bunun nedeni olarak, fiyat kazanç oranı düşük olan menkul

kıymetlerin dahil edildiği portföylerin, fiyat kazanç oranı yüksek olan menkul kıymetlerin dahil edildiği portföylere kıyasla daha yüksek getiri elde etmiş olmalarıdır (Basu, 1977: 663–682). Banz (1981), Rosenberg etc. (1985), Lakonishok etc. (1994) tarafından yapılan çalışmalar da Basu(1977) tarafından yapılan çalışmalarla benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Buna göre, hisse senedi getirileri pozitif bir şekilde, kazanç fiyat oranı, nakit akışı fiyat oranı ve defter değeri piyasa değeri oranı ile ilişkilirken, negatif bir şekilde de büyüklük ve satış büyümesi ile ilişkilidir (Lau ve diğ., 2002: 208-209).

Chan, Hamao ve Lakonishok tarafından yapılan çalışmada, Tokyo Borsasında işlem gören hisse senetleri 1971-1988 dönemi için incelenmiştir. Belirlenen hisse senetlerinin getirilerindeki değişkenliği açıklamak için dört temel finansal değişken kullanılmıştır. Belirlenen finansal değişkenler kazanç fiyat oranı, defter değeri piyasa değeri oranı, nakit akış oranı ve işletme büyüklüğüdür. Getiriler ile ilişkisi incelenen dört değişkenden defter değeri piyasa değeri oranının ve nakit akışı oranının beklenen getiriler üzerinden pozitif etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer yandan işletme büyüklüğü ile kazanç fiyat oranının incelenen dönemlerden bazılarında etkili olduğu bazılarında etkisini yitirdiği görülmektedir. Bu konuyla ilgili yapılan açıklamalara göre işletme büyüklüğü ile kazanç fiyat oranı diğer iki değişken olarak belirlenen defter değeri piyasa değeri oranı ile nakit akışı oranının etkisi nedeniyle ön plana çıkamayıp bu değişkenlerin baskısı altında kalmaktadırlar (Chan ve diğ., 1991: 1742-1743).

Hisse senedi getiri performanslarını incelemeye yönelik olarak Türkiye'de yapılmış olan çalışmalardan biri Ege ve Bayraktaroğlu tarafından yapılmıştır. Yapılan çalışmada likidite oranlarını, faaliyet oranlarını, karlılık oranlarını ve finansal yapı oranlarını kapsayan 18 tane finansal oran ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki faktör analizi ve logistik regresyon ile incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre hisse senedi getirilerini açıklamak için belirlenen finansal oranların dışında da değişkenlerin etkisi olduğu görülmüştür. Yapılan bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre finansal oranlar ile getiri arasındaki ilişkiyi tespit etmede finansal oranların tek tek değerlendirilmeye alınmasından ziyade karlılık oranları, likidite oranları gibi grup olarak değerlendirilmeye alınmasının daha açıklayıcı olduğu ifade edilmektedir (Ege ve Bayraktaroğlu, 2007: 79-80).

### III. UYGULAMA

Bu çalışmada hisse senedi getirileri ile çeşitli finansal oranlar arasındaki ilişkinin tespiti ele alınmıştır. Bu amaçla İMKB-100'de 1997-2008 döneminde kesintisiz olarak işlem gören 60 işletmenin mali tablo verilerinden ve İMKB'nin yayınlamış olduğu yıllık getiri bilgilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada her bir hisse senedinin t+1 dönemi getirisinin, t dönemine ilişkin çeşitli finansal oranlar yardımıyla açıklanmasının yada finansal oranlarla ilişkilendirilmesinin mümkün olup olmadığı ele alınmıştır. Ele alınan herhangi bir hisse senedi için t+1 dönemi getirilerinin tahmininde kullanılan finansal göstergeler Tablo 1'de gösterilmektedir.

**Tablo 1:** Getiri Tahmininde Kullanılan Finansal Oranlar

Finansal Oranların Adı		Finansal Oranların Hesaplaması
ADH	Aktif Devir Hızı	Satışlar/Toplam Varlık
ÖT O	Öz Sermaye Toplam Varlık Oranı	Öz sermaye/ Toplam Varlık
ÖK	Öz sermaye Karlılığı	Net Kar/Öz Sermaye
SB	Satış Büyüklüğü	Satışların Doğal Logaritması
VB	Varlık Büyümesi	(t dönemine ait varlık toplamı-(t-1) dönemine ait varlık toplamı)/ ((t-1) dönemine ait varlık toplamı)
PDDD	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı	Piyasa Değeri/Defter Değeri

1997-2008 dönemi boyunca her bir yıl için ele alınan 60 işletme Tablo 1'de verilen değişkenler temelinde (her bir değişken için) küçükten büyüğe sıralanmıştır. Her bir değişkenin ortalama değeri temelinde, ortalamanın üstünde ve ortalamanın altında olmak üzere iki portföy oluşturularak, oluşturulan portföylerin t+1 dönemi ortalama getirisi hesaplanmıştır. 1997-2008 dönemi boyunca her yıl tekrarlanan bu işlem neticesinde oluşturulan portföylerin ele alınan değişkenler itibariyle ortalama getirileri Tablo 2'de ele alınmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre 12 dönem üzerinden oluşturulan iki portföy grubundan her bir portföy grubunun daha yüksek getiri sağlamış olduğu dönem sayıları değişkenler itibariyle tablo 3'de verilmiştir. Çalışmada ele alınan 1997-2008 döneminin tümü açısından oluşturulan portföy gruplarının, portföy oluşturmada kullanılan değişkenler temelinde, dönemsel ortalama getirileri Tablo 4'de verilmektedir.

**Tablo 2:** Finansal Oranlar Temelinde Oluşturulan Portföy Gruplarının Yıllar İtibariyle Getirileri

		<i>ADH</i>	<i>ÖTO</i>	<i>ÖK</i>	<i>SB</i>	<i>VB</i>	<i>PDDD</i>
2008	<i>Portföy (D)</i>	<b>7.578385</b>	<b>7.709513</b>	<b>7.423525</b>	<b>7.26359</b>	<b>7.235555</b>	<b>8.25762</b>
	<i>Portföy (Y)</i>	6.70858	7.042718	7.044384	6.938713	7.041468	5.452231
2007	<i>Portföy (D)</i>	-4.8883	-4.67644	-4.33973	-4.55116	-4.24443	-4.11634
	<i>Portföy (Y)</i>	<b>-2.87575</b>	<b>-3.59493</b>	<b>-3.78213</b>	<b>-3.6507</b>	<b>-4.0913</b>	<b>-3.95397</b>
2006	<i>Portföy (D)</i>	1.433733	<b>2.789561</b>	1.844337	<b>1.793267</b>	1.715478	<b>2.360111</b>
	<i>Portföy (Y)</i>	<b>2.095947</b>	1.313847	<b>1.999541</b>	1.587942	<b>2.037326</b>	1.501508

2005	Portföy (D)	0.451008	0.528472	<b>1.462543</b>	0.406557	<b>0.918856</b>	<b>1.884302</b>
	Portföy (Y)	<b>1.303324</b>	<b>0.581122</b>	0.15171	<b>1.183685</b>	0.868586	-0.3516
2004	Portföy (D)	<b>5.364981</b>	4.268732	4.184523	4.828757	4.274673	4.788061
	Portföy (Y)	4.373431	<b>5.360009</b>	<b>5.588747</b>	<b>4.952979</b>	<b>5.731845</b>	<b>4.894562</b>
2003	Portföy (D)	<b>3.265296</b>	2.737566	3.074879	<b>4.213718</b>	2.555559	<b>3.384332</b>
	Portföy (Y)	3.068475	<b>3.424382</b>	<b>3.104234</b>	2.208082	<b>3.939636</b>	2.57487
2002	Portföy (D)	<b>4.957982</b>	<b>4.748524</b>	<b>4.82569</b>	3.790595	4.037573	<b>5.374851</b>
	Portföy (Y)	3.778061	4.170815	4.260408	<b>5.192053</b>	<b>5.24815</b>	3.45608
2001	Portföy (D)	<b>1.23094</b>	0.904189	<b>1.841098</b>	<b>1.179915</b>	<b>1.631312</b>	<b>1.24612</b>
	Portföy (Y)	0.750404	<b>1.07028</b>	0.802909	1.150742	0.594931	1.131929
2000	Portföy (D)	<b>7.498149</b>	<b>7.019674</b>	5.102169	<b>7.772614</b>	<b>6.549445</b>	6.685911
	Portföy (Y)	5.036956	6.288206	<b>6.837404</b>	5.774468	6.390588	<b>6.971937</b>
1999	Portföy (D)	<b>-0.26451</b>	<b>-0.08134</b>	<b>0.432047</b>	<b>0.955398</b>	<b>0.190478</b>	<b>0.327532</b>
	Portföy (Y)	-0.53608	-0.66368	-0.72552	-1.36964	-1.09015	-1.6571
1998	Portföy (D)	<b>16.80183</b>	15.86866	<b>16.96444</b>	14.08728	16.6562	<b>17.19229</b>
	Portföy (Y)	16.12354	<b>17.68963</b>	16.05927	<b>18.52965</b>	<b>16.67757</b>	15.43028
1997	Portföy (D)	0.760981	<b>1.13994</b>	0.439927	<b>1.021768</b>	0.3047	<b>0.855632</b>
	Portföy (Y)	<b>1.357789</b>	0.435788	<b>1.491761</b>	0.556472	<b>1.411744</b>	0.806005

\* Her bir değişkenin ortalama değeri temelinde, ortalamanın altında kalan portföy grubu "Portföy (D)" olarak gösterilmiştir.

\*\* Her bir değişkenin ortalama değeri temelinde, ortalamanın üstünde kalan portföy grubu "Portföy (Y)" olarak gösterilmiştir.

**Tablo 3:** Her Bir Portföy Grubunun Daha Yüksek Getiri Sağlamış Olduğu Dönem Sayıları

	<i>ADH</i>	<i>ÖTO</i>	<i>ÖK</i>	<i>SB</i>	<i>VB</i>	<i>PDDD</i>
<i>Portföy (D)</i>	8	6	6	7	5	9
<i>Portföy (Y)</i>	4	6	6	5	7	3

**Tablo 4:** Finansal Oranlar Temelinde Oluşturulan Portföy Gruplarının Dönemsel Ortalama Getirileri

		<i>ADH</i>	<i>ÖTO</i>	<i>ÖK</i>	<i>SB</i>	<i>VB</i>	<i>PDDD</i>
1997 - 2008	<i>Portföy(D)</i>	<b>3.68254</b>	3.57975	<b>3.60462</b>	3.56352	3.48545	<b>4.02003</b>
	<i>Portföy (Y)</i>	3.43205	<b>3.59318</b>	3.56939	<b>3.58787</b>	<b>3.73003</b>	3.02139

Çalışmada t dönemine ait finansal oranların ortalama değerleri temelinde oluşturulan portföylerin t+1 döneminde sağlayacağı getiriler yıllar itibariyle incelendiğinde elde edilen sonuçlarda aktif devir hızı, satış büyüklüğü ve piyasa değeri defter değeri oranı düşük olan işletmelerden oluşan portföylerin getirilerinin yüksek olduğu, aktif devir hızı, satış büyüklüğü ve piyasa değeri defter değeri oranı yüksek olan işletmelerden oluşan portföylerin getirilerinin düşük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla aktif devir hızı, satış büyüklüğü ve piyasa değeri defter değeri oranı ile portföy getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Ayrıca elde edilen sonuçlara göre varlık büyümesi yüksek olan işletmelerden oluşan portföylerin getirilerinin yüksek, varlık büyümesi düşük olan işletmelerden oluşan portföylerin getirilerinin düşük olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan öz sermaye toplam varlık oranı ile öz sermaye karlılığı, ele alınan dönemler itibariyle portföy grupları arasında belirgin bir fark görülmemektedir. Portföy gruplarının yüksek getiri sağladıkları dönem sayıları Tablo 3'de gösterilmektedir.

Aktif devir hızı temelinde oluşturulan portföyler incelendiğinde t döneminde aktif devir hızı düşük olan portföylerin getirilerinin t+1 döneminde yüksek oldukları görülmektedir. Diğer bir deyişle 1997-2008 dönemi süresince her yıl yapılan incelemede, Tablo 3'de görüldüğü gibi 12 dönemin 8 döneminde aktif devir hızı ortalama değerinin üstünde kalan işletmelerden oluşturulan portföylerin, gelecek dönem getirilerinin daha düşük olduğu görülmüştür. 12 dönemin 4 döneminde ise aktif devir hızı yüksek olan portföylerin getirilerinin yüksek olduğu



görülmüştür. Dolayısıyla portföy gruplarının yüksek getiri sağladıkları dönem sayıları karşılaştırıldığında ağırlıklı olarak aktif devir hızı düşük olan portföylerin getirilerinin yüksek olduğu görülmektedir.

Piyasa değeri defter değeri oranı açısından portföy getirileri incelendiğinde, ortalamanın altında olan işletmeler portföyünün, Tablo 3'de görüldüğü gibi, toplam 12 dönemin 9 döneminde, piyasa değeri defter değeri oranı ortalamanın üstünde olan işletmeler portföyünün ise 3 döneminde portföy getirileri daha yüksektir. Piyasa değeri defter değeri oranının görece olarak yüksek olduğu işletmelerde de hisse senetlerinin yüksek fiyatlandırıldığı görülmektedir. İşletmelerin piyasa değeri defter değeri oranının yüksek olduğu dönemleri takip eden dönemlerde elde edilen getirilerinde düşük gerçekleştiği ve bunun nedeni olarak hisse senetlerinin yüksek fiyatlandırılması gösterilir. Basu (1977), Lakonishok (1994) çalışmalarında belirttiği gibi hisse senedi getirileri ile piyasa değeri defter değeri arasında negatif yönlü bir ilişki mevcuttur.

Varlık büyümesi temelinde portföy getiri değerlendirilmesi yapıldığında, varlık büyümesi ile gelecek dönem getirileri arasında pozitif bir ilişkinin varlığı görülmektedir. 1997-2008 dönemi süresince her yıl yapılan incelemede 12 dönemin 7 döneminde varlık büyümesi ortalamanın üstünde kalan işletmelerden oluşan portföylerin gelecek dönem getirilerinin daha yüksek olduğu görülmüştür. Varlık büyümesinin süreklilik göstermesi işletmelerin gelecek dönemlerinde de büyüme olacağına bir sinyali olarak algılanabilir. Dolayısıyla piyasada ortaya çıkan böyle bir sinyal yatırımcılar arasında olumlu olarak algılanmaktadır ve hisse senedi getirileri yüksek değerlendirilmektedir. Diğer bir finansal gösterge olan satış büyüklüğü ile portföy getirileri arasındaki ilişki değerlendirildiğinde toplam 12 dönemin 7 döneminde satış büyüklüğü düşük olan portföylerin getirilerinin yüksek, 5 döneminde ise satış büyüklüğü yüksek olan portföy getirilerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Bu çalışmada kullanılan çeşitli finansal oranlar içerisinde, her bir yıl için, ileriye yönelik olarak hisse senedi getirilerini tahmin etmede belirleyici olabilecek göstergeler aktif devir hızı, satış büyüklüğü, varlık büyümesi ve piyasa değeri defter değeri oranıdır. Elde edilen diğer bir sonuç ise 1997-2008 dönemi boyunca her yıl için portföy oluşturmada kullanılan öz sermaye toplam varlık oranının ve öz sermaye karlılığının, t+1 dönemi portföy getirilerini açıklamada etkisinin olmadığıdır. Öz sermaye toplam varlık oranı ile öz sermaye karlılığı temelinde oluşturulan portföy gruplarının getirileri 12 dönemim 6'sında düşük 6'sında ise yüksek olmaktadır.

1997-2008 dönemi için hesaplanan ortalama dönemsel getiriler ile finansal göstergelerin etkisinin ne yönde olduğu Tablo 4'de gösterilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre aktif devir hızı ve piyasa değeri defter değeri düşük olan portföylerin 12 yıl üzerinden ulaşılan dönemsel ortalama getirileri, her bir yıl temelinde oluşturulan portföy getirileri ile aynı şekilde, aktif devir hızı ve piyasa değeri defter değeri yüksek olan portföylerin getirilerine kıyasla daha yüksektir. Ayrıca 1997-2007 döneminin tümü için de varlık büyümesi ile hisse senedi getirileri arasındaki

ilişki her bir yıl için yapılan incelemelerde olduğu gibi pozitif yönde bir ilişkiyi işaret etmektedir. Satış büyüklüğü ile portföy getirileri arasındaki ilişki değerlendirildiğinde 12 yılın ortalama dönemsel portföy getirileri ile satış büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki görülürken, portföy periyotları yıl bazında değerlendirildiğinde bu ilişki negatif bir şekilde olmaktadır. Ayrıca yıllar itibariyle etkisi görülmeyen ve portföy grupları arasında getirileri belirlemede etkisiz kaldığı görülen öz sermaye toplam varlık oranı ile portföy getirisi arasında pozitif yönlü, öz sermaye karlılığı ile portföy getirisi arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

#### IV. SONUÇ

Hisse senetlerinin gelecek getirilerini öngörmeye ilişkin olarak çeşitli finansal göstergelerin kullanılması ve değerlendirmeye alınması, piyasa aktörleri açısından önemli konulardan biridir. Özellikle hisse senedi getirilerinin tahmin edilebilmesi açısından finansal göstergelerin açıklayıcılığının uygulanabilirliği literatürde merak uyandırır.

Hisse senedi getirilerini tahmin etmeye yönelik olarak yapılan çalışmada, yıllar itibariyle portföylerin oluşturulmasında kullanılan oranlardan piyasa değeri defter değeri, satış büyüklüğü, aktif devir hızı ve varlık büyümesi oranlarının, t+1 dönemi getirilerinin tahmininde diğerlerine kıyasla daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Her bir yıl için yapılan değerlendirmelerde oluşturulan portföylerin getirileri üzerinde, öz sermaye toplam varlık oranı ve öz sermaye karlılığı değerlerinin belirleyici olmadıkları görülmüştür.

Diğer yandan portföylerin 12 yıllık ortalama dönemsel getirileri ile finansal göstergeler ile ilişkisi değerlendirildiği durumda, ortalama değer altındaki kalan aktif devir hızı, öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri defter değeri temelinde oluşturulan portföylerin getirilerinin ve ortalama değer üstünde kalan öz sermaye toplam varlık oranı, satış büyüklüğü ve varlık büyümesi temelinde oluşturulan portföylerin getirilerinin yüksek olduğu görülmüştür.

Bu çalışmada, hisse senetlerinin gelecek dönem getirilerini belirlemek amacıyla finansal oranların birer gösterge olarak kullanılabilmesi ifade edilmektedir. Elde edilen bu sonuçlar bazı finansal göstergelerin gelecek dönem hisse senedi getirilerini tahmin etmede etkisiz olmalarına rağmen, gerek yatırımcıları gerekse piyasa da yer alan diğer aktörleri aydınlatmada yararlı olabilecek finansal göstergelerin de olduğunu ifade etmektedir.

#### KAYNAKÇA

- BASU, S. (1977), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, pp. 663-682.
- CHAN, Louis K. C.; HAMAOKA, Yasushi and LAKONISHOK, Josef. (1991), "Fundamentals and stock returns in Japan", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, pp.1739-1764.

- EGE, İlhan ve BAYRAKTAROĞLU, Ali. (2007), "The use of some Multivariate Methods in Analysing Stock Performance: An Application to ISE 100 INDEX", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C. 3, S. 1, ss. 66-86.
- FAMA, Eugene F. and FRENCH, Kenneth. (1995), "Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, pp. 131-155.
- FRYDENBERG, Stein. (2004), "Theory of Capital Structure- a Review", erişim adresi: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=556631](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556631), (erişim tarihi: 27.08.2010)
- KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc and WESSELS, David. (2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey&Company Inc., N.J.
- LAKONISHOK, Josef; SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W. (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, pp. 1541-1578.
- LAU, Sie T.; LEE, Chee T. and MCINISH, Thomas H. (2002), "Stock returns and beta, firms size, E/P, CF/P, book to market, and sales growth: evidence from Singapore and Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 12, No. 3, pp.207-222.
- MYERS, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp.575-592.
- MYERS, Stewart C. and MAJLUF, Nicholas S. (1984), "Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Finance Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- ROLL, Richard. (1981), "A Possible Explanation of the Small Firm Effect", *The Journal of Finance*, Vol. 36, No. 4, pp. 879-888.
- SHARMA, Meena and PREETI. (2009), "Prediction of Stock Returns For Growth Firms- A Fundamental Analysis", *The Journal of Business Perspective*, Vol. 13, No. 3, pp. 31-40.
- WELCH, Ivo. (2004), "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1, pp. 106-131.