

Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi

Özet

Bu çalışmanın amacı, şirketlere özgü çeşitli faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Çalışma, Temmuz 1992 – Haziran 2005 dönemini ve “mali sektör şirketleri dışındaki” İMKB şirketlerini kapsamaktadır. Çalışmada incelenen şirketlere özgü faktörler şunlardır: şirketlerin piyasa değeri, defter değeri/piyasa değeri oranları, defter değerine göre kaldıraç oranları, piyasa değerine göre kaldıraç oranları ve kazanç/fiyat oranları. Araştırma, şirketlerin çeşitli özelliklerine göre oluşturulan hisse senedi portföy getirilerinin birbirlerinden farklı olup olmadığının incelenmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, büyük ölçüde literatürle uyumlu sonuçlar vermiştir. Küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı belirlenmiştir. Benzer biçimde, yüksek defter değeri/piyasa değeri oranlı şirketlerin hisse senetleri, daha düşük defter değeri/piyasa değeri oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Yine yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Öte yandan, literatürden farklı biçimde, en düşük kazanç/fiyat oranına sahip şirketler portföyü, en yüksek getiriye sağlamıştır.

Anahtar Kelimeler: *Hisse senedi getirileri, piyasa değeri, defter değeri/piyasa değeri oranı, kazanç/fiyat oranı, kaldıraç oranı.*

Testing Firm Characteristics That Affect Stock Returns for ISE Companies

Abstract

Aim of this study is to investigate the effects of firm characteristics on stock returns. Sample period spans from July 1992 to June 2005 and includes all nonfinancial ISE firms. The firm characteristics examined in the study are, firm size, book-to-market ratio, book leverage, market leverage and earnings-to-price ratio. Analyses are conducted via examining the existence of any differences among characteristic portfolio returns. Analyses results are mainly in line with the existing literature. Common stocks of small ISE firms appear to have earned higher monthly returns than the common stocks of large firms. Similarly, high book-to-market firms produce a higher return than the low book-to-market firms. Furthermore, stocks of high-leverage firms have a higher return than the stocks of low-leverage firms. On the contrary with the existing literature, the portfolio with the lowest earnings-to-price ratio seem to have earned the highest rate of return.

Keywords: *Stock returns, market value, book-to-market ratio, earnings-to-price ratio, leverage ratio.*

Serpil CANBAŞ¹

Serkan Yılmaz KANDIR²

Ahmet ERİŞMİŞ³

1 Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü 01330 ADANA, scanbas@cu.edu.tr.

2 Dr., Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü 01330 ADANA, skandir@cu.edu.tr.

3 Çukurova Üniversitesi, SBE İşletme Anabilim Dalı – Advansa Sasa Polyester Sanayi A.Ş., Tarsus Yolu, ADANA, ahmeterismis@advansa.com.tr.

1. Giriş

Günümüzde finansal yatırımlar, önemli bir yatırım seçeneği olarak görülmektedir. Yatırımcıların farklı tercihlerine göre farklı finansal araçlar piyasaya sunulmaktadır. Ancak hisse senetleri, finansal araçlar içerisinde her zaman çok önemli bir yere sahip olmuştur. Tüm finansal araçlarda olduğu gibi, yatırımcıların birincil amacı, hisse senedi yatırımlarından daha yüksek kazanç elde etmektir. Bu nedenle, yatırımcılar, sürekli hisse senedi yatırımlarından daha yüksek kazanç elde etme olanaklarını araştırmaktadırlar. Bu bağlamda, yatırımcılar, hisse senetlerinin ve hisse senetlerinin ait olduğu şirketlerin çeşitli özelliklerini dikkate alarak daha yüksek yatırım performansı elde etmeye çalışmaktadırlar. Şirketlerin çeşitli özellikleri dikkate alınarak oluşturulacak hisse senedi portföylerinin, rasgele oluşturulacak hisse senedi portföylerinden daha üstün performans sağlayacağı ileri sürülmektedir.

Yapılan çok sayıda uygulamalı çalışma, şirketlerin mali tablolarından elde edilen bazı değerler kullanılarak oluşturulan hisse senedi portföyleri arasında getiri açısından farklılık olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin, piyasa değeri baz alındığında küçük şirketlerin hisse senetleri, yine piyasa değerine göre büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri elde etmektedir. Benzer biçimde, defter değeri/piyasa değeri oranı daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin de, ilgili oranı düşük olan şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri elde ettiği belirlenmiştir. Kaldıraç oranı ve kazanç/fiyat oranı daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığı da elde edilen diğer bulgulardır.

Yukarıda sıralanan şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri arasında ilişki kuran çalışmaların büyük kısmı ABD'yi ve bir kısmı da diğer gelişmiş ülkeler ile Asya ülkelerini konu alan çalışmalardır. Türkiye'de şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sayısı oldukça sınırlıdır. Bu durum, çalışmanın önemini ortaya koymaktadır. Bu çalışmada, Temmuz 1992 – Haziran 2005 tarihleri arasında, “mali sektör şirketleri dışındaki” tüm şirketlerin bir takım özellikleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Şirketlere ait bu özellikler şunlardır: Şirketlerin piyasa değerleri, defter değeri/piyasa değeri (DDPD) oranları, defter değerine göre kaldıraç oranları, piyasa de-

ğerine göre kaldıraç oranları ve kazanç/fiyat (KF) oranları. Araştırma, aylık bazda olup; şirketlere özgü çeşitli faktörlere göre oluşturulan hisse senedi portföylerinin getirilerinin birbirlerinden farklı olup olmadığının incelenmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Çalışma, 156 ay gibi (İMKB'nin 1987 yılında faaliyete geçtiği dikkate alındığında) kısa sayılamayacak bir süreyi kapsamaktadır.

Analiz sonuçları, büyük ölçüde literatürle uyumlu sonuçlar vermiştir. Küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı belirlenmiştir. Benzer biçimde, DDPD oranlarına göre oluşturulan portföylere ilişkin bulgular da ilgili literatür ile uyumludur. Yüksek DDPD oranlı şirketlerin hisse senetleri, daha düşük DDPD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Kaldıraç oranına göre oluşturulan portföyler için elde edilen bulgular, iki kaldıraç ölçütü için benzer olmuştur. Her iki kaldıraç ölçütüne göre, yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Öte yandan, ilgili literatürden farklı şekilde, yüksek KF oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, düşük KF oranlı şirketlerin hisse senetlerinden daha düşük getiri sağlamıştır.

Çalışmanın izleyen bölümünde, şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri ilişkisini inceleyen çalışmalar özetlenmiştir. Ardından, şirketlere özgü faktörler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki Türkiye için incelenmiştir.

2. Şirketlere Özgü Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Şirketlere özgü çeşitli faktörler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri inceleyen çok sayıda çalışma yapılmıştır. Aşağıda bu çalışmalardan bazıları özetlenmiştir.

Piyasa değeri, hisse senedi getirileri üzerinde etkisi gözlemlenen bir faktördür. Piyasa değerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda uygulamalı çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların genel sonuçları, küçük şirketlere ait olan hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha fazla getiri sağladığı yönünde olmuştur. Piyasa değerinin hisse senedi getirilerini etkilediğini ortaya koyan ilk çalışma Banz

(1981) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1926-1975 yılları arasını kapsayan çalışmada, küçük ve büyük şirketler arasında önemli ölçüde performans farkı bulunduğu belirlenmiştir. New York Stock Exchange (NYSE)'de işlem gören küçük şirketler, büyük şirketlere göre yıllık bazda yaklaşık %20 daha fazla getiri sağlamıştır. Basu (1983), 1962-1978 yılları arasındaki dönemde 900 şirketin hisse senedi getirilerinin şirket büyüklüğünün de aralarında bulunduğu bazı faktörler tarafından etkilenip etkilenmediğini araştırmıştır. Küçük şirketlere ait hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı yönündeki bulgulara bu çalışmada da ulaşılmıştır. Fama ve French (1995), 1963-1992 dönemini kapsayan çalışmalarında şirket büyüklüğü ve DDPD oranı ile hisse senedi getirileri ve şirket karlılıkları arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Araştırma sonuçları, şirket büyüklüğü ve DDPD oranı faktörlerinin hisse senedi getirilerinin yanı sıra, karlılık ile de ilişkili olduğunu göstermiştir. Şirket büyüklüğü etkisinin geçerliliğini uluslararası bazda inceleyen bir çalışma Fama ve French (1998) tarafından gerçekleştirilmiştir. On üçü gelişmiş on altısı gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam 29 ülkede (şirket büyüklüğü etkisi de dahil) çok sayıda faktörün hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırma kapsamındaki ülkelerin tamamında şirket büyüklüğü etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Gaunt (2004), Avustralya hisse senedi piyasasında da küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha fazla getiri sağladığını ortaya çıkarmıştır. Erişmiş (2007), İMKB şirketlerinde büyüklük ve DDPD oranı etkilerini incelemiştir. 1992-2005 dönemini kapsayan ve aylık gözlemlerden yararlanılan çalışmada, büyüklük ve DDPD oranının, mali sektör dışındaki şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Analiz sonuçları, küçük İMKB şirketlerinin hisse senetlerinin, büyük şirketlerin hisse senetlerine kıyasla daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir.

Hisse senedi getirilerini etkilediği kabul edilen önemli faktörlerden bir diğeri, DDPD oranıdır. Çok sayıda çalışma DDPD oranının hisse senedi getirilerini etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. Chan, Hamao ve Lakonishok (1991) Japonya hisse senedi piyasasını kapsayan çalışmalarında, bazı temel değişkenler (kazanç, nakit akışı, şirket büyüklüğü, DDPD oranı) ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. Analiz sonuçla-

rına göre DDPD oranı ve nakit akışlarının hisse senedi getirileri üzerinde güvenilir düzeyde pozitif etkisi bulunduğu sonucu elde edilmiştir. Fama ve French (1992) şirketlerin mali tablolarından derlenen bir takım faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışma yapmışlardır. Mali sektör şirketlerinin dahil edilmediği bu çalışmada, DDPD oranının yanı sıra fiyat/kazanç oranı, kaldıraç oranı, şirket büyüklüğü gibi faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini de ölçmeyi amaçlamışlardır. DDPD oranının hisse senedi getirilerindeki değişimin önemli bir kısmını açıklama kabiliyetine sahip olduğunu belirlemişlerdir. Fama ve French (1995), tarafından şirket büyüklüğü ve DDPD oranı ile hisse senedi getirileri ve şirket karlılıkları arasındaki ilişkileri incelemek amacıyla gerçekleştirilen çalışmanın DDPD oranına ilişkin sonuçları, DDPD oranının hisse senedi getirilerini açıklama kabiliyeti bulunduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca yüksek DDPD oranına sahip şirketlerin finansal sıkıntı içerisinde oldukları belirlenmiştir. Barber ve Lyon (1997) mali sektör şirketlerini de dahil ettikleri çalışmalarında DDPD oranı ve şirket büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisinin bulunduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca bu etki reel ve mali sektör şirketleri için farklılık göstermektedir. Ancak Barber ve Lyon (1997) çalışmasında, reel ve mali sektör şirketleri arasında önemli farklılık gösteren, kaldıraç etkisinin incelenmediği gözden uzak tutulmamalıdır. Daniel ve Titman (1997), finansal sıkıntı derecesinin hisse senedi getirilerini yönlendirdiğini ileri sürmüşlerdir. Buna göre, DDPD oranı finansal sıkıntı ölçütü olarak iyi bir göstergedir. Düşük DDPD oranına sahip olan şirketler, düşük hisse senedi getirileri elde etmektedirler ve yüksek DDPD oranına sahip şirketler (finansal sıkıntı derecesi yüksek firmalar), yüksek getiri elde etmektedirler. Chui ve Wei (1998), Pasifik bölgesinde yer alan beş gelişmekte olan piyasada (Hong Kong, Kore, Malezya, Tayvan ve Tayland) DDPD oranı ile bir takım faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Sonuçlar, DDPD oranının Hong Kong, Kore ve Malezya'da önemli olduğunu; ancak Tayvan ve Tayland hisse senetleri için DDPD oranının önemli olmadığını ortaya koymuştur. Pinfold, Wilson ve Li (2001), Yeni Zelanda hisse senedi piyasasında, yüksek DDPD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığı sonucunu elde etmişlerdir. Erişmiş (2007), DDPD oranının, mali sektör dışındaki şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etki-

lerini, 1992-2005 dönemi için araştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre, yüksek DDPD oranına sahip firmalar, düşük DDPD oranlı firmalardan daha yüksek getiri sağlamıştır.

Şirketlerin sermaye yapılarının piyasa değerleri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu büyük ölçüde kabul edilmiş bir olgudur. Bu konuda yapılan pek çok çalışma, kaldıraç etkisinden yararlanan şirketler ile kaldıraç etkisinden yararlanmayan şirketlerin piyasa değerlerinin ve hisse senedi getirilerinin aynı olmadığını ortaya koymuştur. Kaldıraç oranının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar içerisinde Bhandari (1988) önemli bir yer tutmaktadır. Bhandari (1988), 1948 yılından 1981 yılına kadar devam eden oldukça uzun bir süre için kaldıraç hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonuçları, kaldıraç oranının hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel bakımdan önemli bir etkisi bulunduğunu ortaya koymuştur. DDPD oranı kriteri ile ilgili çalışmalar özetlenirken Fama ve French (1992) de incelenmiştir. Bu çalışmada DDPD oranının yanı sıra hisse senedi getirilerini etkileyen bazı diğer faktörler de değerlendirilmiştir. Söz konusu diğer faktörlerden biri de kaldıraç oranı faktörüdür. Analizlerde kullanılmak üzere iki farklı kaldıraç tanımı yapılmıştır. Birincisi, şirket aktiflerinin şirketin özsermayesine oranlanması yoluyla hesaplanmış ve elde edilen rakam, “defter değerine göre kaldıraç ölçütü” olarak adlandırılmıştır. İkinci kaldıraç ölçüsü ise şirket aktiflerinin şirketin piyasa değerine oranlanması yoluyla hesaplanmakta ve “piyasa değerine göre kaldıraç ölçütü” olarak tanımlanmaktadır. Analiz sonuçları, iki kaldıraç oranı için aynı olmamıştır. Piyasa değerine göre kaldıraç ölçütü, hisse senedi getirileri ile pozitif ilişkiye sahiptir. Buna karşılık defter değerine göre kaldıraç ölçütünün hisse senedi getirileri ile ilişkisi negatiftir. Lam (2002), Hong Kong hisse senedi piyasasını kapsayan çalışmada bir dizi faktörün yanı sıra kaldıraç oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Fama ve French (1992)’e benzer biçimde, defter değerine göre ve piyasa değerine göre olmak üzere, iki farklı kaldıraç tanımına yer verilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, her iki kaldıraç ölçütünün de hisse senedi getirilerini açıklama gücü bulunmaktadır.

Şirketlerin karlılıklarının piyasa değeri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatı ve getirisi üzerinde etkili olduğu genel olarak kabul edilmektedir. Şirketin karlılığını hisse senedi fiyatı ile ilişkilendirerek göstermeyi amaçlayan KF oranının da hisse senedi getirileri ile ilişkili olması beklenmektedir. KF oranının hisse senedi getirileri ile ilişkisini araştıran ilk çalışma Basu (1983) tarafından gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yüksek KF portföyleri, düşük KF portföylerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Cook ve Rozeff (1984) hisse senedini etkileyen iki faktörün (KF ve şirket büyüklüğü) birbirleri ile etkileşimini açıklamaya çalışmıştır. Analiz sonuçları, şirket büyüklüğünün yanı sıra KF etkisinin de varlığına işaret etmektedir. Jaffe, Keim ve Westerfield (1989), 1951-1986 yılları arasını kapsayan çalışmalarında ABD şirketleri için KF oranı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuçlar, KF oranının hisse senedi getirileri ile aynı yönde ilişkili olduğunu göstermiştir. Bildik ve Gülay (2002), İMKB’de hisse senedi getirileri üzerinde momentum ve çeşitli anomalilerin etkilerini incelemişlerdir. Çalışma, 1991–2000 yılları arasındaki dönemi kapsamış ve 210 hisse senedinin aylık getiri verileri kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, düşük KF oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur. Lau, Lee ve McInish (2002) bir dizi faktörün yanı sıra KF oranının da hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analiz sonuçları, yüksek KF oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinin, KF oranı düşük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur. KF oranının, bir hisse senedinin performansını yansıttığı göz önüne alındığında bu bulgu beklenenden farklı olmamıştır. Daha yüksek performansa sahip şirketlerin hisse senetleri, daha yüksek getiri sağlamıştır.

3. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmada, İMKB hisse senedi piyasasında işlem gören “mali sektör şirketleri dışındaki” tüm şirketlerin hisse senedi fiyat ve getiri verileri derlenmiş ve bu veriler analizlerde kullanılmıştır. Hisse senedi getiri verileri, karpayı dağıtımı ve hisse senedi bölünmesi işlemlerine göre düzeltilmiş getiriler olup, İMKB’nin resmi internet sitesinden elde edilmiştir (İMKB, http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm, 2007).

Çalışmaya mali sektör şirketlerinin dahil edilmesinin nedeni, hisse senetlerinden portföyler oluşturularak yürütülen çalışmalarda mali sektör şirketlerinin karşılaştırmalarda sorun yaratmasıdır. Bu nedenle, hisse senedi portföyleri oluşturarak analizler yapan Fama ve French (1992) ile Pinfeld, Wilson ve Li (2001), çalışmalarına mali sektör şirketlerini dahil etmemişlerdir. Fama ve French (1992), çalışmalarına mali sektör şirketlerini dahil etmeme nedeni olarak, mali sektör şirketlerinin yüksek kaldıraç oranıyla faaliyetlerini devam ettirmelerini göstermişlerdir. Buna göre, mali sektör şirketleri için normal sayılabilecek bir kaldıraç oranı, imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler için finansal sıkıntı sebebi sayılabilecek kadar yüksek kabul edilebilmektedir. Bu koşullar göz önüne alındığında, mali sektör şirketleri ile diğer sektörlerdeki şirketler arasındaki farklar dikkate alınmaksızın, hisse senedi getirilerinin sıralanmasının ve portföylere dahil edilmesinin araştırma sonuçları açısından yaratacağı sorunlar açıktır.

Hisse senetlerinin araştırma kapsamına alınması için diğer bazı kriterler de kullanılmıştır. Bunlardan ilki hisse senedi fiyat bilgileri ile ilgilidir. Bir yıl içerisinde birbirini izleyen en az üç ay boyunca fiyat verisi bulunmayan hisse senetleri araştırma kapsamına dahil edilmemiştir. Aynı kriter Chui ve Wei (1998) tarafından da kullanılmıştır. İkinci kritere göre, çalışmaya negatif özsermayesi bulunan şirketler dahil edilmemiştir. Fama ve French (1995) ile Chui ve Wei (1998) de negatif özsermayeli şirketleri analizlerine dahil etmemişlerdir. Üçüncü kriter, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler ile ilgilidir. Strong ve Xu (1997), mali tablo verilerinin ve piyasa değerinin tanımlanmasında yarattığı güçlükler gibi nedenlerle birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketleri çalışmalarına dahil etmemişlerdir. Benzer nedenlerle, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler çalışmaya dahil edilmemişlerdir.

Çalışmada karşılaşılan önemli bir kısıt, analiz kapsamına alınan şirketlerin mali tabloları ile il-

gilidir. Vergi Usul Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle, öngörülen şartların yerine gelmesi halinde, 1.1.2004 tarihinden sonra düzenlenecek mali tablolarda enflasyon düzeltmesi yapılması zorunlu hale getirilmiştir (Uysal, Taner ve Buluç, 2005: 32). Tarihi maliyetli mali tablolar ile enflasyona göre düzeltilmiş mali tabloların karşılaştırılmasının sakıncaları bulunmaktadır. İki yönetime göre düzenlenen mali tabloların karşılaştırılmasındaki sakıncalar, büyük ölçüde enflasyon muhasebesinin mali tablo kalemlerini parasal olan (nakdi) ve parasal olmayan (nakdi olmayan) kalemler olarak ayırma tabi tutmasından kaynaklanmaktadır. Söz konusu iki tür kalem, enflasyona göre yapılan düzeltmelerden aynı ölçüde etkilenmemektedir. Böylece tarihi maliyetli ve enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş mali tabloların kıyaslanmasında sakıncalar ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada, enflasyon muhasebesine ve tarihi maliyetlere göre hazırlanmış mali tabloların karşılaştırılmasının neden olacağı sakıncalardan kaçınmak amacıyla 2004 yılı mali tablolarından yararlanılmamıştır. Ayrıca, enflasyon oranının düşmesi nedeniyle 2005 ve 2006 yıllarında tarihi maliyetlere göre mali tablolar hazırlanmıştır. Ancak 2004 yılı atlanarak 2005 ve 2006 yıllarının araştırma kapsamına alınması uygun görülmemiştir. Öte yandan, 2003 yılında da farklı esaslara göre mali tablo düzenleyen şirketler olmuştur. Ancak bir yıllık gözlemin kaybedilmesi yerine, sadece tarihi maliyetlere göre mali tablo hazırlamış olan şirketlerin 2003 yılı mali tablolarından yararlanılması uygun bulunmuştur.

Yukarıda belirtilen kısıtlar ve dikkate alınan kriterler göz önüne alındığında, her yıl araştırma kapsamına alınan şirket sayıları farklı olmuştur. Diğer yandan yıllar, hisse senedi portföylerinin oluşturulması sırasında şirketlerin normal faaliyet dönemleri olan Ocak-Aralık dönemleri yerine t yılının Temmuz ayından t+1 yılının Haziran ayına kadar devam edecek şekilde tasarlanmıştır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla araştırma kapsamına dahil edilen şirket sayıları gösterilmiştir.

Tablo 1. Yıllar İtibariyle Araştırma Kapsamına Alınan Şirket Sayıları

Yıllar	Şirket Sayısı
Temmuz 1992 – Haziran 1993	75
Temmuz 1993 – Haziran 1994	83
Temmuz 1994 – Haziran 1995	93
Temmuz 1995 – Haziran 1996	107
Temmuz 1996 – Haziran 1997	123
Temmuz 1997 – Haziran 1998	138
Temmuz 1998 – Haziran 1999	154
Temmuz 1999 – Haziran 2000	163
Temmuz 2000 – Haziran 2001	160
Temmuz 2001 – Haziran 2002	188
Temmuz 2002 – Haziran 2003	173
Temmuz 2003 – Haziran 2004	179
Temmuz 2004 – Haziran 2005	122

Çalışmada hisse senetlerinin Temmuz 1992 – Haziran 2005 dönemini kapsayan 156 ay boyunca sağladıkları aylık getiriler İMKB’den elde edilmiştir. Hisse senedi getirileri, hisse senedi portföylerinin getirilerinin hesaplanmasında kullanılmıştır.

Her aya ait getiri oranları, aşağıdaki biçimde hesaplanmıştır (İMKB, http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri_aciklama.htm, 2007):

$$R_i = \frac{F_i \times (BDL + BDZ + 1) - RHF \times BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}}$$

Ri: “i” aya ait getiri,

Fi: “i” ayının kapanış fiyatı,

BDL: Ay içinde alınan bedelli hisse adedi,

BDZ: Ay içinde alınan bedelsiz hisse adedi,

RHF: Rüçhan hakkı kullanma fiyatı,

T: Ay içinde 1.000 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen net temettü tutarı,

Fi-1: “i-1” ayının kapanış fiyatıdır.

Çalışmada, hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olduğu daha önce yapılan çok sayıda çalışma ile belirlenmiş olan bazı faktörler, portföy oluşturma kriterleri olarak kullanılmıştır. Şirketlere ait bu kriterler şunlardır:

- Şirketlerin piyasa değerleri,
- şirketlerin defter değeri / piyasa değeri oranları,
- şirketlerin defter değerine göre kaldıraç oranları,
- şirketlerin piyasa değerine göre kaldıraç oranları,
- şirketlerin kazanç / fiyat oranları,

Yukarıda sıralanan portföy oluşturma kriterlerinin ortak özelliği, şirketlerin mali tablolarından elde edilmeleridir. Şirketlerin bilanço ve gelir tabloları, İMKB’nin resmi internet sitesinden elde edilmiştir (İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 2007). Yukarıda sıralanan portföy oluşturma kriterlerinin hesaplanma yöntemleri ve portföy oluşturma yöntemleri aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Araştırma kapsamına alınan her bir şirketin piyasa değeri aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır:

$$\text{Şirket Piyasa Değeri}_{t,t+1} = \text{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı}_t \times$$

$$\text{Hisse Senedi Kapanış Fiyatı}_t$$

Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı: Şirket bilançosunda yer alan “sermaye” tutarının 1000’e bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Benzer bir hesaplama yöntemi, İMKB aylık bültenlerinde de kullanılmıştır (İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 2007).

Tüm hisse senetlerinin her yıla ait piyasa değerleri (PD), ilgili yılın Haziran ayındaki piyasa değerlerinin hesaplanması suretiyle elde edilmiştir. Aynı piyasa değeri hesaplama yöntemi, Fama ve French (1992) ile Lam (2002) tarafından da kullanılmıştır.

Haziran ayı piyasa değerleri belirlendikten sonra ilk aşamada her yılın Haziran ayı itibarıyla getiri verisi bulunan tüm hisse senetleri, ilgili şirketlerin piyasa değerlerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. İkinci aşamada sıralanan hisse senetleri her portföyde eşit sayıda hisse senedi bulunmak üzere beş hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Bir numaralı portföy en küçük hisse senetlerini içerirken; beş numaralı portföye ise en büyük hisse senetleri dahil edilmiştir. İncelenen dönemde verisi bulunan şirket sayısının, beşin katlarından farklı olması durumunda, her portföye eşit sayıda hisse senedi dağıtıldıktan sonra artan şirketler, bir numaralı portföyden başlamak üzere portföylere dağıtılmıştır. Son aşamada, beş portföyün getirileri aylık zaman serileri haline dönüştürülmüştür. Aylık portföy getirileri, portföyde yer alan hisse senetlerinin getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasının hesaplanması suretiyle elde edilmiştir. Bu aşamada, hisse senetlerinin getirileri değer ağırlıklı olarak da hesaplanmıştır. Ancak getirilerin değer ağırlıklı veya eşit ağırlıklı hesaplanmasının analiz sonuçları üzerindeki önemli bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Bu nedenle, analizlerde eşit ağırlıklı ortalama portföy getirilerinden yararlanılmıştır.

Hisse senedi getirilerini etkilediği kabul edilen önemli faktörlerden bir diğeri, Defter Değeri / Piyasa Değeri (DDPD) oranıdır. Çalışma kapsamındaki her bir şirketin Defter Değeri / Piyasa Değeri oranı aşağıdaki biçimde hesaplanmıştır:

$$\text{Defter Değeri / Piyasa Değeri}_{t,t+1} = \frac{\text{Şirketin Özsermayesi}_{t-1}}{\text{Şirketin Piyasa Değeri}_{t-1}}$$

Defter değeri / piyasa değerine göre oluşturulan portföylerin getirilerinin hesaplanması üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, tüm hisse senetleri, ilgili şirketlerin defter değeri / piyasa değeri oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. İkinci aşamada sıralanan hisse senetleri her portföyde eşit sayıda hisse senedi bulunmak üzere beş hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Bir numaralı portföy, en küçük defter değeri / piyasa değeri oranına sahip olan şirketlerin hisse senetlerini kapsarken; beş numaralı portföyde ise en büyük defter değeri / piyasa değeri oranına sahip olan şirketlerin hisse senetleri yer almaktadır. Üçüncü ve son aşamada, beş portföyün getirileri aylık zaman serileri haline dönüştürülmüştür. Aylık portföy getirileri, portföyde yer alan hisse senetlerinin getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasının hesaplanması yoluyla elde edilmiştir.

Şirketlerin sermaye yapılarının piyasa değerleri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu büyük ölçüde kabul edilmiş bir olgudur. Bu konuda yapılan pek çok çalışma, kaldıraç etkisinden yararlanan şirketler ile kaldıraç etkisinden yararlanmayan şirketlerin piyasa değerlerinin ve hisse senedi getirilerinin aynı olmadığını ortaya koymuştur. Bu çalışmada, Fama ve French (1992) ile Lam (2002) tarafından da kullanılmış olan iki farklı kaldıraç oranı kullanılmıştır. Birinci kaldıraç oranı, şirketlerin aktiflerinin piyasa değerlerine oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. Bu nedenle, piyasa değerine göre kaldıraç oranı (APD) olarak adlandırılmaktadır. Oranın paydasında yer alan piyasa değeri, daha önce belirtildiği gibi, her bir şirketin dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile hisse senedi kapanış fiyatının çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. Her bir şirketin piyasa değerine göre kaldıraç oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır:

$$\text{Piyasa Değeri Göre Kaldıraç Oranı}_{t,t+1} = \frac{\text{Şirketin Aktifleri}_{t-1}}{\text{Şirketin Piyasa Değeri}_{t-1}}$$

İkinci kaldıraç oranı ise, şirketlerin aktiflerinin özsermayelerine oranlanması suretiyle elde edilmiştir. Bu sebeple, defter değerine göre kaldıraç oranı (ADD) olarak adlandırılmaktadır. Her bir şirketin defter değerine göre kaldıraç oranı aşağıdaki formülden yararlanılarak hesaplanmıştır:

$$\text{Defter Değeri Göre Kaldıraç Oranı}_{t,t+1} = \frac{\text{Şirketin Aktifleri}_{t-1}}{\text{Şirketin Özsermayesi}_{t-1}}$$

Her t yılı Temmuz ayından t+1 yılı Haziran ayına kadar devam eden portföy oluşturma döneminde kaldıraç oranlarının hesaplanması için, t-1 yılı mali tablolarından yararlanılarak elde edilen Aktif toplamı, özsermaye ve piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Kaldıraç oranlarına göre oluşturulan portföylerin getirilerinin hesaplanması üç aşamalı bir süreç gerektirmektedir. İlk aşamada, tüm hisse senetleri, şirketlerin kaldıraç oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. İkinci aşamada sıralanan hisse senetleri, her portföyde eşit sayıda hisse senedi bulunmak üzere beş hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Bir numaralı portföy, en düşük kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin hisse senetlerini kapsarken; beş numaralı portföyde ise en yüksek kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin hisse senetleri yer almaktadır. Son aşamada, beş portföyün aylık getirileri hesaplanmıştır. Aylık

portföy getirileri, portföyde yer alan hisse senetlerinin getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasının hesaplanması yoluyla elde edilmiştir.

Şirketlerin karlılıklarının piyasa değeri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatı ve getirisi üzerinde etkili olduğu genel olarak kabul edilmektedir. Şirketin karlılığını hisse senedi fiyatı ile ilişkilendirerek göstermeyi amaçlayan kazanç / fiyat (KF) oranının da hisse senedi getirileri ile ilişkili olması beklenmektedir. Bu çalışmada, her bir şirket için kazanç / fiyat oranı, ilgili şirketin net kar rakamının aynı şirketin piyasa değerine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. İMKB Aylık Bültenleri'nde yayınlanan şirketlere ait değerlendirme oranlarının hesaplanmasında da, şirketlerin kazancı net kar olarak kabul edilmiştir. Aşağıda kazanç / fiyat oranı formül ile gösterilmiştir:

$$\text{Kazanç / Fiyat Oranı}_{t,t+1} = \frac{\text{Net Kar}_{t-1}}{\text{Şirket Piyasa Değeri}_{t-1}}$$

Yukarıdaki formülden de anlaşıldığı gibi, t yılı Temmuz ayından t+1 yılı Haziran ayına kadar devam eden portföy oluşturma dönemi için, t-1 yılının net kar ve piyasa değeri rakamları dikkate alınmaktadır. Kazanç / fiyat oranına göre portföylerin oluşturulmasında ilk adım, tüm hisse senetlerinin kazanç / fiyat oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmasıdır. İkinci aşamada, KF oranına göre sıralanan hisse senetleri her portföyde eşit sayıda hisse senedi bulunmak üzere beş hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Bir numaralı portföy, en düşük kazanç / fiyat oranına sahip olan şirketlerin hisse senetlerini kapsarken; beş numaralı port-

föyde ise en yüksek kazanç / fiyat oranına sahip olan şirketlerin hisse senetleri yer almaktadır. Son olarak, aylık portföy getirileri, her bir portföyde yer alan hisse senedi getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasının hesaplanması yoluyla elde edilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmında, yukarıda açıklanan kriterlere göre oluşturulmuş hisse senedi portföylerinin getirilerinin birbirlerinden farklı olup olmadıkları incelenmiştir. Bu çerçevede, öncelikle portföylere ve portföy getirilerine ilişkin özet istatistikler incelenerek, portföylerin genel özellikleri ortaya çıkarılmıştır. Ardından portföy getirilerinin birbirlerinden istatistiksel bakımdan farklı olup olmadıklarının belirlenmesi amacıyla t-testleri gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede test edilen sıfır hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir:

$$H_0 : \mu_i = \mu_j$$

$$H_a : \mu_i \neq \mu_j$$

μ_i = i portföyünün ortalama getirisi,

μ_j = j portföyünün ortalama getirisi.

4. Şirketlere Özgü Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisinin İncelenmesi

Çeşitli kriterlere göre oluşturulan portföylerin getirilerinin karşılaştırılmasında, öncelikle portföylerin temel özelliklerinin incelenmesi yerinde olacaktır. Bu çerçevede, Tablo 2.'de hisse senedi portföylerine ilişkin özet bilgilere yer verilmiştir.

Tablo 2. Hisse Senedi Portföylerine İlişkin Özet İstatistikler

Portföyler	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
PD1*	16,710	9,409,133	3,565,569	3,539,601	13
PD2*	62,378	18,709,575	7,920,764	7,671,638	13
PD3*	183,912	37,145,515	15,572,605	14,903,415	13
PD4*	415,737	87,760,868	35,513,277	34,363,604	13
PD5*	2,204,335	711,559,562	264,091,101	260,607,491	13
DDPD1	0.0840	0.2736	0.1871	0.0580	13
DDPD2	0.1868	0.5886	0.3766	0.1346	13
DDPD3	0.2511	1.0357	0.5499	0.2376	13
DDPD4	0.3342	1.4285	0.7574	0.3324	13
DDPD5	0.5578	2.9899	1.4597	0.7174	13
KF1	-0.4238	0.0131	-0.1982	0.1676	13
KF2	-0.0751	0.0896	0.0288	0.0433	13
KF3	0.0154	0.1460	0.0763	0.0394	13
KF4	0.0355	0.1931	0.1184	0.0448	13
KF5	0.0835	0.2954	0.1916	0.0608	13
ADD1	1.1490	1.4598	1.3412	0.0852	13
ADD2	1.4430	1.8924	1.7171	0.1268	13
ADD3	1.8053	2.4835	2.1554	0.1933	13
ADD4	2.4342	3.6031	2.7977	0.3220	13
ADD5	4.3420	27.5145	10.6542	6.3956	13
APD1	0.2376	0.6144	0.4405	0.1185	13
APD2	0.4204	1.2716	0.7990	0.2741	13
APD3	0.5394	2.2532	1.2124	0.5166	13
APD4	0.7555	3.4858	1.8230	0.8209	13
APD5	1.1403	8.0971	3.9484	2.0304	13

* Piyasa değeri portföylerine ilişkin tutarlar YTL cinsindendir.

Tablo 2’de görüldüğü gibi portföylere ilişkin değerler oldukça farklıdır. En yüksek piyasa değeri portföyü ile en düşük piyasa değeri portföyü ortalamaları arasında 70 kattan fazla fark bulunmaktadır (sırasıyla 264.091.101 YTL ve 3.565.569 YTL). Minimum ve maksimum değerler söz konusu olduğunda aradaki fark 40.000 katı aşmaktadır. Diğer portföy değerleri, oran cinsinden ifade edildiklerinden, daha düşük düzeyde olmakla birlikte oldukça farklı yapılar arz etmektedirler. Ancak en az farklılık KF portföylerinde gözlenmiştir. Buna göre şirketlerin hisse senedi fiyatlarına göre kazanç durumları daha benzer niteliktedir. Söz konusu farklılık kaldıraç portföyleri ve DDPD portföyleri için biraz daha belirgindir.

Hisse senedi portföy getirilerine ilişkin özet bilgiler Tablo 3.’de yer almaktadır. Hisse senedi portföy getirilerinin, ortalama, maksimum ve minimum değerler ve standart sapma bakımından farklılık göstermektedir. Portföy getirilerine ilişkin standart sapma değerleri %15-19 civarında seyretmektedir. Maksimum ve minimum değerler de birbirlerinin

den oldukça farklıdır. Maksimum getiri değerleri, %65-85 civarında seyrederken; minimum getiri değerleri, %-46 ile %-35 arasında gerçekleşmiştir. Portföylerin ortalama getirileri de bir hayli farklı olup %5,5 ile %8,5 arasında değişmektedir. Rakamların büyüklüğü değerlendirilirken, bu rakamların aylık bazda olduğu ve yıllık olarak ifade edilmesi halinde ortaya oldukça büyük değerlerin çıkacağı gözden uzak tutulmamalıdır. Bununla beraber, portföy getirilerinin birbirinden gerçekte ne kadar farklı olduğunun basit bir gözlemlle belirlenmesi mümkün değildir. Portföy getirilerinin birbirlerinden istatistiksel bakımdan önemli olarak farklı olup olmadığının belirlenmesi amacıyla t-testleri yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 3. Hisse Senedi Portföylerinin Getirilerine İlişkin Özet İstatistikler

Portföyler	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
PD1	-0.408	0.729	0.085	0.176	156
PD2	-0.389	0.671	0.067	0.169	156
PD3	-0.417	0.742	0.062	0.165	156
PD4	-0.353	0.718	0.058	0.159	156
PD5	-0.392	0.762	0.058	0.163	156
DDPD1	-0.369	0.761	0.055	0.149	156
DDPD2	-0.370	0.696	0.064	0.160	156
DDPD3	-0.379	0.759	0.064	0.168	156
DDPD4	-0.372	0.716	0.071	0.168	156
DDPD5	-0.463	0.715	0.078	0.184	156
KF1	-0.415	0.730	0.082	0.178	156
KF2	-0.374	0.670	0.069	0.164	156
KF3	-0.381	0.748	0.055	0.155	156
KF4	-0.373	0.761	0.062	0.161	156
KF5	-0.398	0.713	0.062	0.165	156
ADD1	-0.357	0.671	0.063	0.158	156
ADD2	-0.375	0.713	0.059	0.161	156
ADD3	-0.400	0.781	0.067	0.169	156
ADD4	-0.392	0.679	0.067	0.160	156
ADD5	-0.371	0.778	0.076	0.174	156
APD1	-0.354	0.699	0.056	0.147	156
APD2	-0.400	0.666	0.055	0.152	156
APD3	-0.383	0.790	0.068	0.171	156
APD4	-0.397	0.855	0.072	0.175	156
APD5	-0.404	0.706	0.081	0.187	156

Tablo 4, önemli ve büyük ölçüde literatürle uyumlu sonuçlar vermiştir. En küçük şirketleri içeren bir numaralı piyasa değeri portföyü, daha büyük şirketleri kapsayan beş numaralı piyasa değeri portföyünden istatistiksel bakımdan önemli olarak daha yüksek getiri sağlamıştır. Benzer biçimde, Banz (1981), Basu (1983), Gaunt (2004) ve

Erişmiş (2007) küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığını ortaya koymuştur. Küçük şirketlerin, büyük şirketlere göre pek çok açıdan daha riskli olduğu göz önüne alındığında, bu bulgunun normal olduğu düşünülebilir.

Tablo 4. Hisse Senedi Portföylerinin Getirilerinin Farklılığına İlişkin t-Testi Sonuçları

	ORTALAMALAR FARKI	t İSTATİSTİĞİ	OLASILIK
PD1 – PD5	0,0277**	3,235	0,001
DDPD1 – DDPD5	-0,0224**	-3,091	0,002
KF1 – KF5	0,0197**	3,265	0,001
ADD1 – ADD5	-0,0126*	-2,236	0,027
APD1 – APD5	-0,0248**	-2,897	0,004

* İlgili rakamın %5 seviyesinde; ** ilgili rakamın %1 seviyesinde önemli olduğunu göstermektedir.

Aynı şekilde, DDPD oranlarına göre oluşturulan portföylere ilişkin bulgular da ilgili literatür ile uyumludur. Chan, Hamao ve Lakonishok (1991), Fama ve French (1992), Fama ve French (1995), Barber ve Lyon (1997), Chui ve Wei (1998),

Pinfold, Wilson ve Li (2001) ile Erişmiş (2007) yüksek DDPD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmada da, yüksek DDPD oranlı şirketlerin yer aldığı beş numaralı portföy,

daha düşük DDPD oranlı şirketlerin bulunduğu 1 numaralı DDPD portföyünden istatistiksel bakımdan önemli biçimde daha yüksek getiri sağlamıştır. Bunun nedeni, yüksek DDPD oranlı şirketlerin finansal sıkıntıyla karşılaşması olasılığının daha yüksek, diğer bir ifadeyle risklerinin daha yüksek düzeyde olmasıdır. Yüksek riskin karşılığı olarak, DDPD oranı yüksek şirketlerin daha fazla getiri sağlaması beklenmektedir.

KF oranı portföylerinde durum değişmektedir. İlgili literatürün genelinden farklı şekilde, yüksek KF oranına sahip şirketlerden oluşan 5 numaralı portföy, düşük KF oranlı şirketlerin yer aldığı 1 numaralı portföyden daha düşük getiri sağlamıştır. Oysa, Basu (1983), Cook ve Rozeff (1984), Lau, Lee ve McInish (2002) ile Jaffe, Keim ve Westerfield (1989) yüksek KF portföylerinin daha yüksek getiri sağladığını belirlemişlerdir. KF oranı, ilgili hisse senedine yapılan yatırım karşılığında elde edilen kazancı gösteren bir performans ölçütü olarak değerlendirilebilir. Bu durumda, yüksek KF oranına (yüksek performans) sahip şirketlerin hisse senetlerinin, düşük KF oranına (düşük performans) sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlaması beklenmelidir. Ancak İMKB hisse senetleri için bu ilişki tersine dönmüş ve düşük KF oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, yüksek KF oranlı şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Öte yandan, elde edilen bu sonuçlar, İMKB'yi konu alan Bildik ve Gülay (2002) ile uyumlu olmuştur. Portföylere ait getiri verileri incelendiğinde; KF3 %5,5 ile en düşük getiriyi elde ederken KF1 %8,2 ile en yüksek getiriyi elde etmiştir. Beklentilere uygun olmayan bu durumu şirket büyüklüğü etkisi ile açıklamak mümkündür. Şirket büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasında ters yönlü bir ilişki belirlenmişti. Bu ilişki, KF oranı ile birlikte değerlendirildiğinde, görülmektedir ki en düşük getiriye sahip olan KF3 portföyünün ortalama piyasa değeri 2.565.529.954 YTL iken en yüksek getiriye sahip olan KF1 portföyünün ortalama piyasa değeri 1.720.131.565 YTL düzeyindedir. Aradaki değer farkı 845.398.390 YTL'dir. Sonuç olarak şirket büyüklüğü etkisinin, KF portföylerinin getirileri üzerinde etkisi olduğu düşünülebilir. Türkiye dışındaki ülkelerde böyle bir bulgunun elde edilmemesi, İMKB'de sıklıkla vurgulanan yoğunlaşmanın bir sonucu olarak düşünülebilir. İMKB 2006 yıllık raporundaki verilere göre, en yüksek piyasa değerine sahip 25 İMKB şirketinin toplam

piyasa değeri, İMKB şirketlerinin tümünün piyasa değerinin %70'inden fazlasını oluşturmaktadır (İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, 2007). ABD hisse senedi piyasası ile yapılacak bir karşılaştırma durumu daha açık hale getirmektedir. 2006 yılında, American Stock Exchange'de (ABD) piyasa değeri bakımından ilk yüzde beşte yer alan şirketler (25 şirket), toplam piyasa değerinin sadece %14'ünü temsil etmektedir. Oysa, yine 2006 yılında, İMKB'de piyasa değeri bakımından ilk yüzde beşte yer alan şirketler (16 şirket), toplam piyasa değerinin %60'ına sahiptir (World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=406&document=4148>, 2007). Bu rakamlara göre, İMKB hisse senedi piyasası, yoğunlaşmanın yüksek olduğu bir piyasa olarak kabul edilebilir.

Kaldıraç oranına göre oluşturulan portföyler için elde edilen bulgular, her iki kaldıraç ölçütü için benzer olmuş ve literatürle uyumlu gerçekleşmiştir. APD için elde edilen sonuçlara göre, yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerden oluşturulan portföyler daha yüksek getiri sağlamıştır. Yüksek kaldıraçlı şirketler portföylü olan 5 numaralı portföy, düşük kaldıraç portföyü olan 1 numaralı portföyden daha yüksek getiri (istatistiksel bakımdan önemli olarak) sağlamıştır. Bu sonuç, Bhandari (1988) ve Fama ve French (1992) ile uyumludur. Diğer yandan, ADD portföylerine ilişkin gözlemler de benzerdir. Yüksek kaldıraç oranına sahip şirketleri kapsayan 5 numaralı portföy, düşük kaldıraçlı şirketler portföyünden (1 numaralı) daha yüksek getiri elde etmiştir. Yüksek kaldıraç, şirketin daha fazla riske maruz kaldığını göstermektedir. Buna göre daha riskli şirketlerin hisse senetlerinin daha fazla getiri sağlaması beklenen bir bulgudur.

5. Sonuç

Yatırımcılar doğal olarak kendileri için en uygun olan yatırım araçlarını kullanarak en yüksek kazancı elde etmeyi arzulamaktadırlar. Günümüzde Yatırım araçları içerisinde, hisse senetleri, çok önemli bir yere sahiptir. Tüm finansal araçlarda olduğu gibi, yatırımcılar, hisse senedi yatırımlarından daha yüksek kazanç elde etme imkanlarını araştırmaktadırlar. Bu bağlamda, yatırımcıların, hisse senetlerinin ve hisse senetlerinin ait olduğu şirketlerin çeşitli özelliklerini dikkate alarak daha yüksek yatırım performansı elde edebileceği düşünülmektedir. Şirketlerin çeşitli özellikleri dikkate

alınarak oluşturulacak hisse senedi portföylerinin, rasgele oluşturulacak hisse senedi portföylerinden daha üstün performans sağlayacağı ileri sürülmektedir. Uygulamalı çalışmalar, şirketlerin mali tablo verilerinden yararlanılarak oluşturulan hisse senedi portföyleri arasında getiri açısından farklılık olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin, küçük şirketlerin hisse senetleri, büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri elde etmektedir. Benzer biçimde, kaldıraç oranı ve kazanç / fiyat oranı daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağladığı da elde edilen diğer bulgulardır. Yine defter değeri / piyasa değeri oranı daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin de, ilgili oranı düşük olan şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri elde ettiği belirlenmiştir.

Bu çalışmada, Temmuz 1992 – Haziran 2005 tarihleri arasında, “mali sektör şirketleri dışındaki” tüm şirketlerin bazı özellikleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Araştırmada, aylık gözlemler kullanılmış ve şirketlerin çeşitli özelliklerine göre oluşturulan hisse senedi portföylerinin getirilerinin birbirlerinden farklı olup olmadığı incelenmiştir. Şirketlere ait bu özellikler şunlardır: Şirketlerin piyasa değerleri, defter değeri / piyasa değeri oranları, defter değerine göre kaldıraç oranları, piyasa değerine göre kaldıraç oranları ve kazanç / fiyat oranları.

Çalışmanın sonuçları, büyük ölçüde literatürle uyumlu sonuçlar vermiştir. Küçük şirketlerin hisse senetlerinin büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağladığı belirlenmiştir. Benzer biçimde, yüksek DDPD oranlı şirketlerin hisse senetleri, daha düşük DDPD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Bunun nedeni, yüksek DDPD oranlı şirketlerin finansal sıkıntıyla karşılaşması olasılığının daha yüksek olması, diğer bir ifadeyle risklerinin daha yüksek düzeyde olmasıdır. Yüksek riskin karşılığı olarak, DDPD oranı yüksek şirketlerin daha fazla getiri sağlaması beklenmektedir. Çalışmada iki farklı kaldıraç ölçütü kullanılmış ve elde edilen bulgular, her iki kaldıraç ölçütü için benzer olmuştur. Yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Şirketlerin sermaye yapısı içerisinde yabancı kaynakların artması, şirketlerin riskinin de artmasına yüksek olmaktadır. Buna göre, daha

riskli şirketlerin hisse senetlerinin daha fazla getiri sağlaması olağan bir sonuçtur. Öte yandan, çoğu diğer çalışmadan farklı şekilde, düşük KF oranına sahip şirketlerin hisse senetleri, yüksek KF oranlı şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. KF oranı, hisse senedi yatırımı karşılığında elde edilen kazancı gösteren bir performans ölçütü olarak kabul edilebilir. Buna göre, yüksek KF performanslı şirketlerin hisse senetlerinin, düşük performanslı şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlaması beklenmelidir. Ancak düşük KF oranına sahip İMKB şirketlerinin hisse senetleri, yüksek KF oranlı İMKB şirketlerinin hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamıştır. Beklentilere uygun olmayan bu durumu, şirket büyüklüğü etkisi ile açıklamak mümkündür. En düşük getiriye sahip olan KF portföyünün ortalama piyasa değeri en yüksek getiriye sahip olan KF1 portföyünün ortalama piyasa değerinden daha yüksektir. Buna göre, şirket büyüklüğü etkisinin, KF portföylerinin getirileri üzerinde etkisi olduğu düşünülebilir.

Çalışmanın önemli sonuçları vardır. Öncelikle, çalışmada elde edilen bulgular, çoğu piyasada varlığı belirlenmiş olan bazı anomalilerin, İMKB’de de geçerli olduğunu ortaya koymuştur. Öte yandan, İMKB şirketlerinin çeşitli özelliklerine göre oluşturulacak yatırım stratejilerinin yüksek getiri sağlayabileceği belirlenmiştir. Çalışma, 156 ay gibi kısa sayılamayacak bir süreyi kapsamaktadır. Ancak çalışmada ekonometrik metotlardan yararlanılmamıştır. Farklı ekonometrik ve istatistiksel yöntemlerden yararlanılarak yapılacak yeni çalışmalar, konuyla ilgili daha ayrıntılı bulgular sağlayabilecektir.

Kaynakça

Banz, Rolf W.; (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 9, pp.3-18.

Barber, Brad M. and John D. Lyon; (1997), "Firm Size, Book-To-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms", *Journal of Finance*, 52(2), pp.875-883.

Basu, Sanjoy; (1983), "The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 12, pp.129-156.

Bhandari, Laxmi Chand; (1988), "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 43(2), pp.507-528.

Bildik, Recep and Güzhan Gülay; (2002); "Profitability of Contrarian vs Momentum Strategies: Evidence From the Istanbul Stock Exchange", *EFMA 2002 London Meetings*.

Chan, Louis K. C., Yasushi Hamano and Josef Lakonishok; (1991), "Fundamentals and Stock Returns in Japan", *Journal of Finance*, 46(5), pp.1739-1764.

Chui, Andy C. W. and K. C. John Wei; (1998), "Book-To-Market, Firm Size, and the Turn of the Year Effect: Evidence from Pacific-Basin Emerging Markets", *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, pp.275-293.

Cook, Thomas J. and Michael S. Rozeff; (1984), "Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(4), pp.449-466.

Daniel, K and Sheridan Titman; (1997), "Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns", *Journal of Finance*, 52(1), pp.1-33.

Erişmiş, Ahmet; (2007), "İMKB Şirketleri için Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992-2005 Döneminde İncelenmesi", *Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana*.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French; (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, 47(2), pp.427-465.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French; (1995), "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50(1), pp.131-155.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French; (1998), "Value versus Growth: The International Evidence", *Journal of Finance*, 53(6), pp.1975-1999.

Gaunt, Clive; (2004), "Size and Book-to-Market Effects and the Fama French Three Factor Asset Pricing Model: Evidence from the Australian Stockmarket", *Accounting and Finance*, 44, pp.27-44.

İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, Erişim Yılı: 2007.

İMKB, http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm, Erişim Yılı: 2007.

İMKB, http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri_aciklama.htm, Erişim Yılı: 2007.

İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>, Erişim Yılı: 2007.

Jaffe, Jeffrey, Donald B. Keim and Randolph Westerfield; (1989), "Earnings Yields, Market Values and Stock Returns", *Journal of Finance*, 44(1), pp.135-148.

Lam, Keith S. K.; (2002), "The Relationship Between Size, Book-to-Market Equity Ratio, Earnings-Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market", *Global Finance Journal*, 13, pp.163-179.

Lau, Sie Ting, Chee Tong Lee and Thomas H. McInish; (2002), "Stock Returns and Beta, Firm Size, E/P, CF/P, Book-to-Market, and Sales Growth: Evidence from Singapore and Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, 12, pp.207-222.

Pinfold, John F., William R. Wilson, and Qiuli Li; (2001), "Book-to-Market and Size as Determinants of Returns in Small Illiquid Markets: The New Zealand Case", *Financial Services Review*, 10, pp.291-302.

Strong, Norman and Xinzhong G. Xu; (1997), "Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns", *British Accounting Review*, 29, pp.1-23.

Uysal, Mustafa, Yeşim Taner ve Elif Buluç; (2005), *Enflasyon Muhasebesi ve Düzeltmesi, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara*.

World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=406&document=4148>, Erişim Yılı: 2007.