

Süleyman Demirel Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Y.2001, C.6, S.2 s.109-130.

HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN İŞLETME DÜZEYİNDEKİ FAKTÖRLER VE MALİ SEKTÖR ÜZERİNE İMKB'DE BİR UYGULAMA

Arş.Gör.Dr.Yusuf DEMİR*

ÖZET

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli göstergelerden birisi kuşkusuz hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin derecesinin artması, hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasanın gelişmesi ve istikrarlı bir seyir izlemesinin sağlanabilmesi yatırımcıların alacakları kararlara, kararların sağlığı ise hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin doğru ve anlamlı biçimde belirlenmesine bağlıdır.

Araştırmada hisse senedi fiyatını belirleyen işletme düzeyindeki faktörler İMKB'de mali sektör bazında incelenmiştir.

Undoubtedly, stock prices is one of the important factors shaping the investment decisions in an equity market. Development and liberalization of financial markets, and high level of interaction amongs the intermediaries have made equity markets vulnerable against economic and political affairs. Development and stability of these markets depend on accuracy of the investment decisions. Accuracy of investment decisions in turn depends on accurately identifying the factors affecting stock prices.

GİRİŞ

Hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum ve işletmelerin performansı arasındaki ilişkiler uzun yıllardan beri çeşitli ekonomi ve finans uzmanlarının araştırmalarına konu olmuştur. Bazı araştırmacılar ekonomik göstergelerin yardımı ile ve işletmelerin performansını yansıtan belirli göstergelerle hisse senedi fiyatlarında meydana gelebilecek bir artış veya azalışın önceden tahmin edilebileceğini savunmuşlardır. Bazı araştırmacılar da olaya etkin piyasa kuramı açısından bakarak hisse senedi fiyatlarının gelecekle ilgili bütün beklentileri yansıttığını ve bu yüzden de geçmiş ekonomik verilerle yada işletmeye ait performans göstergeleriyle gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmesinin mümkün olmayacağı görüşünü

* Süleyman Demirel Üni. İİBF, İşletme Bölümü, Arş. Gör. Dr.

savunmuşlardır. Fakat bütün bu ayrı düşüncelerin ortak noktası ise, hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum arasında sıkı bir etkileşim olduğunu kabul etmiş olmalarıdır.

Hisse senedi fiyatını belirleyen işletme düzeyindeki firmanın finansal yapısı, firma yönetimi, sermaye artırımını, kar dağıtım politikası, içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading), işletmenin sektör içindeki konumu ve payı, devlet müdahaleleri, şirkete ait finansal tablolardaki bilgilerin kalitesi gibi faktörleri saymak mümkündür. Bununla birlikte bu faktörlerin sayısallaştırılması ve hisse senedi fiyatları ile arasındaki ilişkinin tespit edilmesi mümkün olmadığı için, çalışmada bu faktörlerin göstergesi niteliğinde olan bazı oranlar tespit edilip bu faktörler yerine değişken olarak analizde kullanılmışlardır.

1. İŞLETME DÜZEYİNDE HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

İşletmeye bağlı faktörler veya iç faktörler dediğimizde, doğrudan doğruya işletmeye bağlı olan, işletmenin kontrolü altında gerçekleşen ve yine işletmeden işletmeye farklılıklar gösterebilen faktörler kastedilmektedir. Bu bağlamda iç faktörleri aşağıdaki gibi incelememiz mümkündür.

1.1. Finansal Yapı

Hisse senetlerinin değeri üzerinde, işletmelerin dışında bulunan genel ve sektörel ekonomik faktörlerin ağırlığı bulunmakla beraber, işletme bazında finansal analiz sonuçları daha somut veriler ortaya koymaktadır.

Firmanın mevcut finansal yapısı finansal riski oluşturmaktadır. İşletmenin sabit yükümlülükleri büyüdükçe finansal riski de büyüyecektir. Çünkü sabit yükümlülükler arttıkça, bu yükümlülükleri yerine getirmek için daha fazla kaynağa ihtiyaç duyulacaktır. Uzun süreli borçları ödeyemeden doğan tasfiye riski, iflas riski gibi risklerin artması hisse senetlerinin değeri üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Sabit yükümlülüklerin artması, faiz ödemelerini de artıracak ve hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kar payları da olumsuz etkilenebilecektir. Diğer yandan sabit yükümlülüklerin artması, firmanın öz sermaye karlılığını da arttırmaktadır. Sabit yükümlülüklerin artması, öz sermayenin başka yatırım alanlarında, daha karlı bir şekilde kullanılmasına olanak tanır. İşletmenin toplam borçlarının, öz sermayesinin çok üzerinde olması, gelecek dönemlerde borç ödeme gücünün düşmesine neden olabilmektedir. Diğer taraftan kısa süreli borçların artması, işletmenin aktifindeki likit değerlerinin artmasına yol açacaktır. Böylece, işletme elindeki likit değerlerini, başka yatırım alanlarında kullanamayacaktır.

Finansal riskin artmasına, böylece işletmenin finansal yapısının bozulmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olan faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz¹;

- İşletmenin borçlarının artması,
- Satışlarında dalgalanma,
- Hammade fiyatlarının artma ihtimali,
- Grev,
- Rekabetin artması,
- Sermaye yetersizliği,
- Yönetim hataları.

Bazı faktörler ise finansal riski azaltır, işletmenin finansal yapısında iyileşme sağlanır ve sonuçta bütün bu gelişmelere bağlı olarak işletmenin hisse senedi fiyatları yükselir. Bu faktörler aşağıdaki gibi sayılabilir²;

- Teknolojik üstünlükler,
- Tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri,
- İşletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme ihtimalinin artması,
- Sermaye artışlarının büyük ölçüde öz kaynaklarla gerçekleştirilmesi.

1.2. İşletme Yönetimi

Bir İşletmenin başarısı onu yönetenlerle doğrudan ilişkilidir. Yönetici birey olarak; örgütlerde tek veya daha fazla kişinin iş performansından sorumlu olan bireydir. Bütün yöneticilerin mesleğinin içerdiği tek bir evrensel olgu; örgütlerde insan ve materyal kaynaklarını yüksek performansta kullanarak örgütün amaçlarına ulaşmasına yardımcı olmaktır. Yönetici bir takım amaçlara varmak için işletme içi ve dışı koşulları hem kendi içerisinde hem de birbirleri arasında koordinasyonu sağlayarak organizasyonu başarılı kılmayı amaçlayan kişidir³.

Yönetim kadrosunun tecrübesi, yaşı, yeteneği ve değişikliklere karşı tutumu, işletmenin risk derecesini ve gelirlerini ve dolayısıyla da hisse senedi fiyatını etkilemektedir. Birçok işletme için başarı kriteri kar elde etmek veya geçmiş dönemlere nazaran karını artırmaktır. Ortaklara beklediği karlılığı sağlayan işletme yönetimi, hisse senedi fiyatını olumlu etkiler. Aksine,

¹ Hülya KANALICI, *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, SPK Yayınları, Yayın No:77, 1997, s. 41.

² a.g.e., s.41.

³ Gültekin RODOPLU ve Ali AKDEMİR, *İşletme Bilimine Giriş*, Isparta, 1998, s.148.

yönetim hataları ise işletme karlarında ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında düşümlere neden olmaktadır⁴.

1.3. Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımı

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerine etkileri konusunda, finans literatüründeki yoğun tartışma ve ampirik çalışmalara karşın, etkinin yönü açısından henüz kesin bir sonuca ulaşıldığını söylemek oldukça güçtür. Ancak A.B.D. gibi sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde yapılan ampirik çalışmaların pek çoğunda, sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatlarında belli bir düşüme yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerine etkilerini araştıran ampirik çalışmaların bulgularını, nötr fiyat etkisi, pozitif fiyat etkisi ve negatif fiyat etkisi olmak üzere üç ana grupta toplamak olanaklıdır⁵.

1.4. Kar Dağıtım (Temettü) Politikası

Kar ve kar payı dağıtımına hisse senedinin değerini saptamada önemli bir faktördür. Kar payı dağıtımının bu özelliği nedeniyle, kara geçme ve kar payı dağıtımına ihtimali hisse senedi fiyatlarında belirli artışlar meydana getirmektedir. Kara geçme zamanını sağlıklı olarak izleme imkanını bulan bir yatırımcı bu bilgiyle cazip bir yatırım fırsatı yaratmış olmaktadır⁶.

Bir hisse senedinin borsa değeri kar payı ödeme tarihi yaklaştıkça yükselir. Bu yükselişin miktarı, kar payı ödeme tarihinde, ödenecek kar payı miktarına kadar çıkar. Bu tarihte hisse senedinin fiyatı (normal fiyat + beklenen kar payı) kadardır. Bununla birlikte daha önce de bahsettiğimiz gibi normal olarak fiyatın başka faktörlerin etkisiyle yükselmiş veya düşmüş olması da mümkündür.

Hisse senedi fiyatı ve kar payı dağıtımını arasındaki ilişkinin, basit rassal yürüyüş modelinin ileri sürdüğünden çok daha genel, hareketli bir süreci içerdiği bir çok finansal ekonomist tarafından kabul edilmektedir. Tek düze bir etkiden daha fazla kompleks değişken tarafından etkilendiği ifade edilmektedir. Hisse senedi fiyatları saf bir rassal yürüyüşü izlemiyorsa kar payı dağıtımını dizisi (silsilesi) geçmiş fiyatlardan yada getiri oranlarından hareketle tahmin edilebilen bir dizi unsuru içerecektir⁷.

⁴ Semih BÜKER, *Hisse Senetlerini Değerleme yöntemleri*, Eskişehir İ.T.İ.A Yayınları No:156/98, Eskişehir, 1976, s.49.

⁵ Tahsin ÖZMEN, "Sermaye Artırımlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri", *Yaman Aşkoğlu'na Armağan*, SPK Yayınları, Yayın No:56, Ocak,1997

⁶ Muharrem KARSLI, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan yayıncılık, İstanbul,1994, s.477.

⁷ William J. CROWDER ve Mark E WOHAR, "Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks", *Economic Inquiry*, October 1998, Vol 36, Issue 4, s. 540-553.

Crowder ve Wohar (1998) geliştirdikleri model yardımıyla, kar payı dağıtımı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik daha önceki modellerin nispi belirleyici kısıtlarının yerine geçici ve sürekli unsurları modele sokarak daha gerçekçi ve daha tabii kısıtları kullanarak hisse senetleri ile kar payı dağıtımı arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır⁸.

1.5. İşletmenin Faaliyet Konusu

İşletmenin faaliyet konusu, hisse senedinin fiyatını belirli bir noktaya kadar etkilemektedir. Ülke ekonomisinin yapısı, tüketim kalıpları, yasal düzenlemeler, sağlanan devlet yardımları gibi unsurlar belli sektörleri ön plana çıkarmaktadır. Bu sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin performansları yüksektir. Örneğin ülkemizde tekstil, çimento, gıda, içki ve mali sektör de faaliyet gösteren işletmelerin karlılığı ve borsadaki fiyat performansları yüksektir.

İşletmelerin faaliyet konuları onların geleceğini etkiler. Kaynak temininin güç, rekabetin fazla olduğu alanlarda çalışan işletmelerle, piyasada mevcut büyük bir boşluğu dolduran ve çalıştığı alanda uzun süre doygunluk beklemeyen işletmelerin aksiyonları diğerleri arasında temayüz eder ve daha hızlı değer kazanır.

1.6. İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading) ve Manipülasyon

Insider trading, halka açık bir anonim şirket ile ilgili halka açıklanmamış önemli bir bilgiyi, şirket ile özel bir ilişki nedeniyle veya herhangi bir nedenle elde eden bir kişinin, özel menfaat sağlamak amacıyla bu bilgiyi kullanarak şirketin menkul kıymetleri üzerinde ticaret yapmasıdır⁹. İçerden öğrenenlerin ticareti olarak ifade edilen bu işlemlerden elde edilen önemli bilgi şirket yöneticileri, çalışanları, şirketin ortakları, şirket danışmanları veya şirket ile herhangi bir şekilde ilişkisi bulunan bir kişinin (insider) bu ilişkisi nedeni ile elde ettiği halka açıklanmamış önemli bilgiyi ya halka açıklanmasını sağlamak ya da bu bilgiye dayanarak ticaret yapmamak zorundadır. Aksi takdirde yatırımcılar arasındaki fırsat eşitliği bozulmuş olmaktadır. Önemli bilgi, genel olarak, makul ölçülerde sağduyulu bir insanın yararına sunulduğunda, bu kişinin yatırım kararlarına ulaşırken dikkate alacağı, halka sunulmamış herhangi bir bilgi olarak tanımlanabilir¹⁰. Manipülasyon, herhangi bir mali aracın fiyatının, arz ve talep koşulları dışında, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak amacıyla yapılan

⁸ a.g.m., s. 540-543.

⁹ Ümit GÜCENME, *Türkiye'deki Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994, s.55.

¹⁰ Mehmet DURUSOY, "Insider Trading'i Yasaklayan Düzenlemelerin Gereçekleri ve Insider Trading Sorumluluğunun Temelleri – Amerikan ve İngiliz yaklaşımları II, *Vergi dünyası*, Mart-Nisan 1992, s.28.

işlemlerdir. Burada önemli olan fiyatın yapay şekilde kontrolü veya değiştirilmesidir¹¹.

Büyük kazançlar elde etmek için bir kaç büyük şirketin bir araya gelmesi yerine bu günün içerden öğrenenleri kurumsal yatırımcılar ile birlikte hareket ederek rutin “alım” ve “satım” emirlerinin öncesinde küçük, sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonları yüzlerce hatta binlerce kez tekrarlayarak çok yüksek oranda kazanç elde etmektedirler. Hukuki zemini hazırlayan kamu gücü ise bunları ortaya çıkarmakta ve deşifre etmekte yetersiz kalmaktadır¹².

1.7. Sektör İçerisindeki Payı

İşletmenin içinde bulunduğu sektörün durumu işletmenin değerini yakından ilgilendirmektedir. Sürekli büyümekte olan sektörde yer alan bir işletmenin değeri, küçülme eğiliminde olan sektörde yer alan işletmeye göre daha yüksektir. Söz konusu değer yüksekliği, işletmenin tahmin edilen nakit akımlarına yansiyarak, işletmenin piyasa değerinin yükselmesine neden olacak bu da o işletmenin hisse senedi fiyatlarını yükseltecektir¹³.

Aynı sektör içinde yer alan işletmeler sermaye /emek oranı, fiyat politikası, reklam ve ar-ge giderleri gibi hususlarda genelde benzer özelliklere sahipken, ayrı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler bu özellikler yönünden önemli ölçüde farklılaşabilmektedirler. Her bir sektörün faaliyet konusundan ve kendine has diğer özelliklerinden kaynaklanan bu durum, işletme bazında yapılacak incelemelerde sektörel unsurları da dikkate almayı gerektirmektedir.

Benjamin j. King ABD’de 63 hisse senedinin 1927-1960 dönemindeki fiyat hareketleri üzerine yaptığı çalışmada, fiyat hareketlerinin ortalama %31’inin genel piyasa koşullarından, %12’sinin ana sektör özelliklerinden, %37’sinin alt sektör özelliklerinden, %20’sinin ise işletmeye has unsurlardan kaynaklandığını belirlemiştir¹⁴.

1.8. Devlet Müdahalesi (Teşvikler)

Ekonomik literatürde teşvik kavramı, belirli ekonomik faaliyetlerin diğerlerine oranla daha fazla ve hızlı gelişmesini sağlamak amacıyla, kamu tarafından çeşitli yöntemlerle verilen maddi ve/veya gayri maddi destek, yardım ve özendirme olarak tanımlanabilir¹⁵. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde teşvikler kalkınma sürecindeki tüm teşebbüs risklerinin azaltılması

¹¹ Ümit GÜCENME, a.g.e., s.56.

¹² Carol VINZANT, “The New Improved Game of Insider Trading”, **Fortune**, 06/07/1999, Vol.,139, Issue 11, s.115.

¹³ Citibank, **Corporate Valuation**, 1990, s.55.

¹⁴ Mustafa ÖZÇAM, **Hisse Senedi Fiyatları...**, s.50., bkz., Benjamin J. KING, “ Market and Industry Factors in Stock Price Behavior”, **Journal of Business**, Ocak,1966, s. 139-190.

¹⁵ Ahmet İNCEKARA, **Türkiye’de Teşvik Sistemi**, İTO Yayınları, Yayın No: 1995-10, s.9.

veya ortadan kaldırılmasına yöneliktir. Böylece diğer girişimcilere nispetle teşvik edilen, özendirilen mal, sektör veya girişimler, rekabet gücü elde etmiş olmaktadır. Elde edilen bu rekabet gücü de firma değerliliğine olumlu katkı yaparak hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır.

Teşviklerin bu olumlu etkisi, işletmenin maliyet unsurlarında önemli azalmalarla beraber karında da aynı oranda artışlar görülecektir. İşletmenin karında meydana gelen artış, doğal olarak dağıtacağı karlarda da bir artış meydana getirebilmektedir. Daha öncede değindiğimiz gibi işletmenin dağıtacağı kar paylarındaki artış da işletmenin hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır. Aynı zamanda, söz konusu teşvikler yoluyla işletme sermaye donanımını daha az borçlanarak kurabilecektir ve faiz riskinden kurtularak daha yüksek bir cari orana sahip olacaktır. Bu da o işletmenin kısa vadeli borçlarına karşı kendisini daha güvenli bir konuma getirecek ve firmanın değerliliğinin artmasına dolayısıyla o firmaya ait hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır.

1.9. Finansal Tablolardaki (Finansal Raporlar) Bilgilerin Kalitesi

Finansal raporlar; bir firmanın varlık ve sermaye yapısı, işlem sonuçları, dönem karının oluşumu, kullanımı ve benzeri konularda bilgileri içeren, muhasebe ilkelerine uygun olarak düzenlenen raporlardır¹⁶. Finansal raporları, muhasebe sistemi içinde toplanan bilgilerin zaman aralıklarıyla kullanıcılara iletilmesi işlevini yerine getiren araçlardır biçiminde tanımlayabiliriz.

Bu tanımlamadan çıkan sonuç, finansal raporların birer bilgi verme aracı olduğudur. Bu özelliği ile finansal raporlar, kullanıcılarına işletme sonuçlarının anlaşılmasını kolaylaştıracak, zaman içinde karşılaştırmalar yapabilmelerine imkan verecek ve kullanıcıların işletme hakkında bir yargıya varmasını sağlayacak bir muhasebe aracıdır¹⁷.

Yatırımcı, işletmenin ihraç ettiği hisse senedini satın alma aşamasında iken, ilgili işletmenin yatırımcının sağlıklı ve doğru bilgi alabilmesine yardımcı olabilmesi için işletme hakkında bilgi vermesi gerekir. İşletmeden yatırımcıya aktarılacak bilgi, hem yatırım kararının verilmesinde hem de ihraç edilen hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde etkin rol oynayacaktır. İşletmenin aktaracağı bilgi piyasada derhal bir sinyal olarak algılanacak ve fiyat olarak ta kendini gösterecektir.

Sermaye piyasasından yararlanma veya halka açılma, işletmeyi finanse edecek yatırımcılara bilgi akımını, yatırım sırasında ve sonrasında

¹⁶ A.Hayri DURMUŞ ve M.Emin ARAL, **Mali Tablolar Tahlili**, Yayın Matbaası, İstanbul, 1994, s.1.

¹⁷ Billy E. GOETZ- Frederic R.KLEİN, **Accounting In Action**, The Riverside Press, Houghton Company, Boston, 1990, s.152.

sağlamayı kabul etmekle başlamaktadır. Açıklanacak bilgi, işletmenin finansal ve yasal durumu ile menkul kıymetin fiyatını etkileyen, cari sır kapsamı dışında kalan, işletmenin rekabet gücünü azaltmayacak veya üstün durumunu bozmayacak her türlü bilgidir¹⁸.

2. MALİ SEKTÖR HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN İŞLETME DÜZEYİNDEKİ FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ

2.1. Uygulamanın Amacı ve Kapsamı

Uygulamanın amacı, bundan önceki bölümde genel hatları ile tespit edilen işletmeye bağlı faktörlerin, mali sektör hisse senedi fiyatları üzerine etkisini ve bu etkinin yönünü ampirik bir çalışma ile test etmektir.

Mali sektör hisse senedi fiyatını belirleyen işletme düzeyindeki faktörlerin belirlenmesi aşamasında İMKB’de işlem gören belirli mali sektör işletmeleri baz alınmıştır. Uygulamanın bu kısmında, ele aldığımız dönem içinde analiz kapsamına alınan her bir işletmenin altı aylık hisse senedi fiyatları, yine o işletmenin performans göstergesi olan oranları ile ilişkilendirilmiştir. Bu amaçla, İMKB’de işlem gören mali sektör kuruluşları arasından 16 şirket analiz için seçilmiştir. Bu seçim işleminde izlenen kriter, işletmenin mali sektör ayırımı yapıldığı tarihten itibaren (1991) İMKB’de işlem görüyor olmasıdır.

2.2. Uygulamada Kullanılan Yöntem

Uygulamada yöntem olarak, belirlenen değişkenlere (parametrelere) ait zaman serilerine istatistiki analiz metodu olarak çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Bahsedilen bu zaman serisi verileri, 1991-2000 dönemi için toplanarak en küçük kareler yöntemi (EKKY) ile test edilmiştir.

Analiz dönemi 1991 – 2000 yılları arasını kapsamaktadır. Analizde kullanılan oranlar İMKB’nin aylık ve haftalık bültenleri ile İMKB şirketleri sermaye, temettü ve aylık fiyat verileri yıllığından elde edilmiştir. Ayrıca analizde kullanılan finansal oranlar yine İMKB’den manyetik ortamda alınan altı aylık bilanço kalemlerinden hesaplanmıştır. Analizde SPSS istatistik paket programı kullanılmıştır. En anlamlı modeli elde edebilmek için bağımsız değişkenlerin bir çok kombinasyonunu içeren bir çok model elde edilmiştir. Elde edilen modeller 0,05 anlamlılık düzeyinde t ve F testleri ile test edilmişlerdir. Bir regresyon analizinin yapılabilmesi verilerin normal dağılımlı olmasına bağlıdır. Mali sektör işletmelerine ait verilerin normal dağılımdan sapma gösterdikleri ortaya çıktığından tüm değerlerin e tabanına göre logaritmaları alınmıştır. Yapılan t testi sonucunda değişkenlerin bir

¹⁸ Celal KEPEKÇİ, *Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:6, İİBF Yayınları, No:2, Eskişehir, 1983,s.45-46.

çoğunun bağımlı değişkeni açıklamada bir takım sorunlar taşıdığı ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı da bu değişkenler modelden dışlanmıştır.

2.3. Uygulamada Kullanılan Değişkenler

Uygulamanın bu kısmında ele aldığımız modelde, mali sektöre ait seçilen şirketlerin hisse senedi fiyatları bağımlı değişken olarak alınmıştır. Diğer taraftan mali sektöre ait hisse senedi fiyatlarını etkilediği varsayılan bağımsız değişkenler (iç faktörler) ise şunlardır; kaldıraç oranı (KO), öz sermaye karlılığı (ÖSK), aktif karlılığı oranı (AK), temettü ödeme oranı (TÖO), fiyat / kazanç (F/K) oranı piyasa değeri defter değeri (PD/DD) oranı, işlem görme oranı (İGO), hisse başına kar (HBK), net kar artış hızı (NKBH) ve öz sermaye artış hızı (ÖSBH).

2.3.1. Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatları

Genelde hisse senedi piyasasındaki durumun temel göstergesi hisse senedi fiyatları olduğu gibi, mali sektör hisse senedi fiyatları için de temel gösterge mali sektör hisse senedi fiyatlarıdır. Analizde, mali sektör için seçilen her bir işletme için altı aylık dönem sonlarındaki kapanış fiyatları İMKB şirketleri sermaye, temettü ve aylık fiyat verileri yıllığından alınmıştır.

2.3.2. Kaldıraç Oranı

Bu orana kaldıraç oranı adının verilmesinin nedeni, işletmelerde borç fon kullanımını artırmanın, öz sermaye karlılığını artırıcı rol oynamasıdır. Oran, işletmenin toplam borçlarının toplam aktiflerine oranlanması ile bulunmaktadır. Bir işletmenin toplam kaynakları içinde borç oranının yüksek olması, riskin bir kısmını borç verenler üzerinde bırakırken, işletmeye belli bir miktar maliyette getirmektedir. Yatırımcılar, işletmenin toplam kaynak yapısı içerisinde yabancı kaynakların oranına önem vermektedirler.

2.3.3. Temettü Ödeme Oranı

Hisse senedinin performansını ölçen en önemli göstergelerden birisi de temettüdür. Kuramsal olarak temettünün hisse senedi fiyatlarını artırdığı bilinmektedir. Hisse başına temettü hesaplanırken, dağıtılan temettü tutarı ödenmiş sermayeye göre belirlenen hisse sayısına bölünmektedir. Temettü ödeme oranı hesaplanırken ise ödenen toplam temettü net kara (önceki yıl) bölünmektedir.

2.3.4. Hisse Başına Kar

Hisse başına kar, bilanço dönem karının ödenmiş sermayeye göre belirlenmiş hisse sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. Hisse başına kar, yatırımcıların bir şirketin hisse senetlerini alıp almama kararı vermelerinde en önemli iç faktörlerden birisidir.

2.3.5. Öz Sermaye Karlılığı Oranı

Öz sermaye karlılığı vergiden sonraki net karla öz sermaye arasındaki ilişkiyi (net kar / öz sermaye) belirlemektedir. Böylece, ortakların koydukları sermayeye karşılık ne oranda getiri elde ettikleri ölçülebilmektedir. Bu nedenle öz sermaye karlılığı, ortakların en çok önem verdikleri karlılık oranıdır.

2.3.6. Aktif Karlılığı Oranı

Aktif karlılığı, net karın toplam aktiflere bölünmesi yoluyla bulunmaktadır. Oran, işletmede varlıkların ne ölçüde verimli kullanıldığını ölçmeye yararmaktadır.

2.3.7. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı

İşletmenin her 1 TL'lik hisse başına net karına karşılık yatırımcıların hisse senedine kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bu oran hisse senedinin borsa fiyatı / hisse başına kar şeklinde hesaplanır. Yatırımcıların işletmeye duydukları güven düzeyine paralel olarak, hisse için ödemeye razı oldukları fiyatın, diğer bir deyişle fiyat/kazanç oranının yükselmesi mümkün olmakla birlikte, genel olarak, yüksek bir oran değeri hissenin fiyatının fazla yükselmiş olduğunun göstergesi olarak kabul edilebilir. Dolayısıyla oranın yüksek çıkması satış, düşük çıkması ise alım stratejisi izlenimini gerekli kılmaktadır.

2.3.8. Net Kar Büyüme Hızı

Cari dönem net karından bir önceki dönem karının çıkarılarak yine bir önceki dönem karına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır¹⁹.

$$\Delta k = \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \times 100$$

Δk = Dönem karında bir önceki döneme göre cari fiyatlarla değişme

K_t = Cari fiyatlarla dönem karı

K_{t-1} = Cari fiyatlarla bir önceki dönem karı

2.3.9. Öz Sermaye Artış Hızı

Net kar artış hızının hesaplanması gibi öz sermaye artış hızını da aynı şekilde hesaplamak mümkündür.

¹⁹ Öztin AKGÜÇ, **Mali Tablolar Analizi**, Avcıol Basım Yayım, 9. Basım, İstanbul, 1995, s.410.

$$\Delta k = \frac{\text{ÖS}_t - \text{ÖS}_{t-1}}{\text{ÖS}_{t-1}} \times 100$$

Δk = Öz sermaye artışı

ÖS_t = Cari Dönem öz sermaye tutarı

ÖS_{t-1} = Bir önceki dönem öz sermaye tutarı

2.3.10. İşlem görme oranı

İşlem görme oranı, işlem hacminin dönem sonu piyasa değerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bir hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde işlem görme oranının etkinliği o şirketin niteliğine bağlı olarak değişebilmektedir. Ekonomik ve mali yapısı sağlam olan şirketlerin işlem oranları düşük olmasına rağmen hisse senedi fiyatları yüksek, ekonomik ve mali yapıları zayıf olan şirketlerin işlem görme oranları yüksek olmasına rağmen hisse senedi fiyatları düşük olabilmektedir.

2.3.11. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD / DD)

Bu oran menkul kıymet yatırımcılarını yakından ilgilendirmektedir. Oran, işletmenin piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır.

Defter değeri dolaşımda bulunan hisse senetlerinin nominal değerini göstermektedir. Pratik olarak ise, işletmenin öz sermaye tutarının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunabilir. İşletmeye duyulan güvene bağlı olarak yüksek oran değerlerine rastlanması mümkün olmakla birlikte, ortalamanın üzerinde bir oran değeri hisse senedinin pahalılığına, ortalamanın altında bir oran değeri ise hisse senedinin ucuzluğuna işaret edecektir.

2.4. Bulgular

Akbank

Yapılan testler sonucunda Akbank için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 5,717 - 0,280 \ln KO + 0,293 \ln \text{ÖSK} + 0,289 \ln \text{NKBH} + 0,453 \ln F/K + 0,786 \ln \text{PD/DD} + 0,179 \ln \text{İGO}$$

	SABİT	KO	ÖSK	NKBH	F/K	PD/DD	İGO
(t)	8,878	-3,065	4,738	3,751	4,161	5,183	2,402
(s _t)	0,644	0,091	0,062	0,077	0,109	0,152	0,074

t testi için $H_0 : \beta_0 = 0$ (Red hipotezi)

$H_1 : \beta_0 \neq 0$ (Kabul hipotezi)

F testi için $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_n = 0$

$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \beta_n \neq 0$

$$DW = 2,279 \quad (\bar{R}^2) = 0,93 \quad N = 18 \quad F = 34,915$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 34,915 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Akbank hisse senedinin fiyatı % 5,717 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken KO'daki %1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,28 azaltmakta, ÖSK'daki % 1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,293 artırmakta, NKBH'daki % 1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,289 artırmakta, F/K oranındaki % 1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,453 artırmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,786 artırmakta, İGO'daki % 1'lik bir artış hisse senedinin fiyatını % 0,179 artırmaktadır.

(\bar{R}^2) 'nin 0,933 çıkması, açıklayıcı değişkenlerin hep beraber bağımlı değişkendeki değişiminin % 93'ünü açıklayabildiğini göstermektedir. F testi ise anlamlı çıkmıştır (H_0 : red, H_1 : kabul, $3,06 < 34,915$) yani açıklayıcı değişkenler hep beraber bağımlı değişkeni açıklamada etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Alarko Holding

Yapılan testler sonucunda Alarko Holding için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\text{Infiyat} = 5,858 + 0,558 \ln \text{PD/DD} + 0,459 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	PD/DD	HBK
(s_t)	0,911	0,144	0,149
(t)	6,427	3,875	3,088

$$DW = 2,439 \quad (\bar{R}^2) = 0,658 \quad F = 17,342 \quad N = 18$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 17,342 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Alarko Holding hisse senedinin fiyatı % 5,858 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken PD/DD'deki % 1'lik bir artış Alarko Holding hisse senedinin fiyatını % 0,558 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Alarko Holding hisse senedinin fiyatını % 0,459 artırmaktadır.

Demirbank

Yapılan testler sonucunda Demirbank için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{fiyat} = 5,947 - 0,109 \ln \text{NKBH} + 0,274 \ln \text{F/K} + 0,502 \ln \text{PD/DD}$$

	SABİT	NKBH	F/K	PD/DD
S _t	0,624	0,037	0,093	0,080
(t)	9,529	-2,959	2,951	6,262

$$DW = 1,557 \quad (\bar{R}^2) = 0,94 \quad F = 55,643 \quad N = 18$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 55,643 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Demirbank hisse senedinin fiyatı % 5,947 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken NKBH'daki % 1'lik bir azalma Demirbank hisse senedinin fiyatını % 0,109 artırmakta, F/K oranındaki % 1'lik bir artış Demirbank hisse senedinin fiyatını % 0,274 artırmakta, PD/DD'deki % 1 lik bir artış Demirbank hisse senedinin fiyatını % 0,502 artırmaktadır.

Deva Holding

Yapılan testler sonucunda Deva Holding için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{fiyat} = 6,588 + 1,018 \ln \text{ÖSK} - 0,582 \ln \text{AKO}$$

	SABİT	ÖSK	AKO
(s _t)	0,295	0,290	0,260
(t)	22,304	3,515	-2,240

$$DW = 2,579 \quad N = 18 \quad F = 11,161 \quad (\bar{R}^2) = 0,54$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 11,161 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Deva Holding hisse senedinin fiyatı % 6,588 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken ÖSK'daki % 1'lik bir artış Deva Holding hisse senedinin fiyatını % 1,018 artırmakta, AKO'daki % 1'lik bir artış Deva Holding hisse senedinin fiyatını % 0,582 azaltmaktadır.

Eczacıbaşı Yatırım A.Ş

Yapılan testler sonucunda Eczacıbaşı Yatırım A.Ş için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 7,175 - 0,266 \ln \text{KO} - 0,241 \ln \text{ÖSK} + 1,242 \ln \text{PD/DD} + 0,233 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	KO	ÖSK	PD/DD	HBK
(s _i)	0,517	0,064	0,065	0,139	0,103
(t)	13,873	-4,148	-3,690	8,905	2,262

$$DW = 2,273 \quad N = 18 \quad F = 23,459 \quad (\bar{R}^2) = 0,841$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 23,459 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Eczacıbaşı Yatırım A.Ş hisse senedinin fiyatı % 7,175 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken KO'daki % 1'lik bir artış Eczacıbaşı Yatırım A.Ş hisse senedinin fiyatını % 0,233 azaltmakta, ÖSK'daki % 1'lik bir artış Eczacıbaşı Yatırım A.Ş hisse senedinin fiyatını % 0,241 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Eczacıbaşı Yatırım A.Ş hisse senedinin fiyatını % 1,242 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Eczacıbaşı Yatırım A.Ş hisse senedinin fiyatını % 0,233 artırmaktadır.

Emek Sigorta

Yapılan testler sonucunda emek sigorta için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir,

$$\ln \text{ fiyat} = 8,010 - 1,514 \ln \text{KO} + 0,257 \ln \text{TÖO} + 0,579 \ln \text{PD/DD} + 0,803 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	KO	TÖO	PD/DD	HBK
(s _t)	1,533	0,616	0,083	0,137	0,224
(t)	5,224	-2,459	3,114	4,239	3,584

$$DW = 2,332 \quad N = 18 \quad F = 6,845 \quad (\bar{R}^2) = 0,674$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 6,845 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken emek Sigorta hisse senedinin fiyatı % 8,010 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken KO7daki % 1'lik bir artış Emek Sigorta hisse senedinin fiyatını % 1,514 azaltmakta, TÖO'daki % 1'lik bir artış Emek Sigorta hisse senedinin fiyatını % 0,257 artırmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Emek sigorta hisse senedinin fiyatını % 0,579 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Emek Sigorta hisse senedinin fiyatını % 0,803 artırmaktadır.

Enka Holding

Yapılan testler sonucunda Enka Holding için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 5,344 - 1,464 \ln \text{ÖSK} + 0,820 \ln \text{PD/DD} + 1,177 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	ÖSK	PD/DD	HBK
(s _t)	0,817	0,351	0,061	0,197
(t)	6,542	-4,167	13,549	5,987

$$DW = 1,484 \quad N = 18 \quad F = 73,008 \quad (\bar{R}^2) = 0,92$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 73,008 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Enka Holding hisse senedinin fiyatı % 5,344 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken ÖSK'daki % 1'lik bir artış Enka Holding hisse senedinin fiyatını % 1,464 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Enka Holding hisse senedinin fiyatını % 0,820 artırmakta, HBK'daki %1'lik bir artış enka Holding hisse senedinin fiyatını % 1,177 artırmaktadır.

Garanti Bankası

Yapılan testler sonucunda Garanti Bankası için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 6,725 + 0,630 \ln \text{ÖSK} - 0,790 \ln \text{AKO} + 0,618 \ln \text{PD/DD}$$

	SABİT	ÖSK	AKO	PD/DD
(s _i)	0,721	0,243	0,282	0,180
(t)	9,334	2,592	-2,796	3,429

$$DW = 1,732 \quad N = 18 \quad F = 10,781 \quad (\bar{R}^2) = 0,633$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 10,781 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Garanti Bankası hisse senedinin fiyatı % 6,725 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken ÖSK'daki % 1'lik bir artış Garanti Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,630 artırmakta, AKO'daki % 1'lik bir artış Garanti Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,790 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Garanti Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,618 artırmaktadır.

İktisat Finansal Kiralama

Yapılan testler sonucunda İktisat Finansal Kiralama için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 3,558 + 0,558 \ln \text{F/K} + 0,556 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	F/K	HBK
(s _i)	1,468	0,240	0,245
(t)	2,423	2,321	2,271

$$DW = 0,803 \quad N = 18 \quad F = 7,564 \quad (\bar{R}^2) = 0,43$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 7,564 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken İktisat Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatı % 3,558 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki

% değişme 0 iken F/K'daki % 1'lik bir artış İktisat Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 0,558 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış İktisat Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 0,556 artırmaktadır.

İş Bankası

Yapılan testler sonucunda İş Bankası için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 3,222 + 0,912 \ln F/K + 0,758 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	F/K	HBK
(s _i)	1,007	0,189	0,184
(t)	3,201	4,823	4,127

$$DW = 1,715 \quad N = 18 \quad F = 19,276 \quad (\bar{R}^2) = 0,763$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 19,276 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken İş Bankası hisse senedinin fiyatı % 3,222 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken F/K'daki % 1'lik bir artış İş Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,912 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış İş Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,758 artırmaktadır.

Koç Holding

Yapılan testler sonucunda Koç Holding için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 7,863 - 1,262 \ln \text{AKO} + 0,977 \ln \text{PD/DD} + 0,594 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	AKO	PD/DD	HBK
(s _i)	1,111	0,278	0,127	0,189
(t)	7,075	-4,532	7,697	3,148

$$DW = 1,513 \quad N = 18 \quad F = 24,278 \quad (\bar{R}^2) = 0,873$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 24,278 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Koç Holding hisse senedinin fiyatı % 7,863 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken AKO'daki % 1'lik bir artış Koç Holding hisse senedinin fiyatını % 1,262 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artma Koç Holding hisse senedinin fiyatını % 0,977 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir değişme Koç holding hisse senedinin fiyatını % 0,594 artırmaktadır.

Net Holding

Yapılan testler sonucunda Net Holding için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 4,553 - 0,533 \ln \text{AKO} + 0,629 \ln \text{PD/DD} + 0,775 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	AKO	PD/DD	HBK
(s _i)	0,872	0,242	0,143	0,246
(t)	5,222	-2,200	4,411	3,148

$$DW = 2,613 \quad N = 18 \quad F = 21,228 \quad (\bar{R}^2) = 0,781$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 21,228 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Net Holding hisse senedinin fiyatı % 4,553 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken AKO'daki % 1'lik bir artış Net Holding hisse senedinin fiyatını % 0,533 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Net Holding hisse senedinin fiyatını % 0,629 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Net Holding hisse senedinin fiyatını % 0,775 artırmaktadır.

Tekstil Bank

Yapılan testler sonucunda Tekstil Bank için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 7,466 + 0,847 \ln \text{PD/DD}$$

	SABİT	PD/DD
(s _i)	0,054	0,099
(t)	138,674	8,584

$$DW = 2,383 \quad N = 18 \quad F = 73,687 \quad (\bar{R}^2) = 0,810$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 73,687 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Tekstil Bank hisse senedinin fiyatı % 7,466 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken PD/DD'deki % 1'lik bir artış Tekstil Bank hisse senedinin fiyatını % 0,847 artırmaktadır.

Vakıf Finansal Kiralama

Yapılan testler sonucunda Vakıf Finansal Kiralama için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = - 23,393 + 7,482 \ln \text{KO} - 3,924 \ln \text{ÖSK} + 2,963 \ln \text{AKO} + 0,861 \ln \text{HBK} + 0,535 \text{ F/K}$$

	SABİT	KO	ÖSK	AKO	HBK	F/K
(s _t)	8,728	2,416	-3,350	2,890	0,385	0,095
(t)	-2,680	3,097	-3,350	2,890	2,233	5,481

$$DW = 2,563 \quad N = 18 \quad F = 10,835 \quad (\bar{R}^2) = 0,743$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 10,835 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatı % 23,393 azalmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken KO'daki % 1'lik bir artış Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 7,482 artırmakta, ÖSK'daki % 1'lik bir artış Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 3,924 azaltmakta, AKO'daki % 1'lik bir artış Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 2,963 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 0,861 artırmakta, F/Koranındaki % 1'lik bir artış Vakıf Finansal Kiralama hisse senedinin fiyatını % 0,535 artırmaktadır.

Vakıf Yatırım Ortaklığı

Yapılan testler sonucunda Vakıf Yatırım Ortaklığı için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 5,89 - 0,956 \ln \text{ÖSK} + 0,960 \ln \text{PD/DD} + 0,766 \ln \text{HBK}$$

	SABİT	ÖSK	PD/DD	HBK
(s _t)	0,292	0,102	0,087	0,082
(t)	19,887	-9,373	10,995	9,308

$$DW = 2,307 \quad N = 18 \quad F = 90,359 \quad (\bar{R}^2) = 0,94$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 90,359 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Vakıf Yatırım Ortaklığı hisse senedinin fiyatı % 5,89 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken ÖSK'daki % 1'lik bir artış Vakıf Yatırım Ortaklığı hisse senedinin fiyatını % 0,956 azaltmakta, PD/DD'deki % 1'lik bir artış Vakıf Yatırım Ortaklığı hisse senedinin fiyatını % 0,960 artırmakta, HBK'daki % 1'lik bir artış Vakıf Yatırım Ortaklığı hisse senedinin fiyatını % 0,766 artırmaktadır.

Yapı Kredi Bankası

Yapılan testler sonucunda Yapı Kredi Bankası için aşağıdaki anlamlı model elde edilmiştir;

$$\ln \text{ fiyat} = 7,401 + 0,333 \ln F/K + 0,197 \ln PD/DD - 0,282 \ln İGO + 0,245 \ln NKBH$$

	SABİT	F/K	İGO	NKBH
(s _t)	0,499	0,117	0,097	0,104
(t)	14,819	2,854	-2,904	2,358

$$DW = 2,181 \quad N = 18 \quad F = 25,994 \quad (\bar{R}^2) = 0,855$$

$$|t| > t_{\text{tablo}}, |t| > 2,101$$

$$F > F_{\text{tablo}}, 25,994 > 3,06$$

Açıklayıcı değişkenlerdeki % değişme 0 iken Yapı Kredi Bankası hisse senedinin fiyatı % 7,401 artmaktadır. Diğer değişkenlerdeki % değişme 0 iken F/K oranındaki % 1'lik bir artış Yapı Kredi Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,333 artırmakta, İGO'daki % 1'lik bir artış Yapı Kredi Bankası hisse senedinin fiyatını % 0,282 azaltmakta, NKBH'daki % 1'lik bir artış Yapı Kredi Bankası hisse senedi fiyatını % 0,245 artırmaktadır.

3. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Yapılan analizin sonuçlarına baktığımız da mali sektör hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörler, piyasa değeri / defter değeri, hisse başına kar, fiyat /kazanç oranı, öz sermaye karlılığı, kaldıraç oranı, net kar artış hızı, işlem görme oranı ve temettü ödeme oranıdır. Fakat bu faktörlerin denkleme girme sayıları farklıdır. Görülmektedir ki en çok mali sektör hisse senedi fiyatını belirleyen işletme düzeyindeki faktör piyasa değeri / defter değeri oranıdır. Daha sonra sırasıyla hisse başına kar, fiyat /kazanç oranı ve öz sermaye karlılığı gelmektedir. Diğer taraftan bu faktörlerin mali sektör hisse senedi fiyatlarını açıklama güçleri değişmektedir.

Yukarıda da değindiğimiz gibi işletme düzeyinde mali sektör hisse senedi fiyatını etkileyen en önemli faktör piyasa değeri / defter değeri oranıdır. Bu faktör tam on modelde yer almıştır. Bu da göstermektedir ki piyasa değeri / defter değeri oranı mali sektör hisse senetlerine yatırım yapacak yatırımcılar açısından önemli bir göstergedir.

Mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen ikinci önemli faktör ise hisse başına karıdır. Buna göre yatırımcılar şirketlerin dağıtmış oldukları karlara yatırım yapma açısından önem vermekteler. Kar ve kar payı dağıtma hisse senedinin değerini saptamada önemli bir faktördür. Kar payı dağıtımının bu özelliği nedeniyle, kara geçme ve kar payı dağıtma ihtimali hisse senedi fiyatlarında belirli artışlar meydana getirmektedir. Kara geçme zamanını sağlıklı olarak izleme imkanını bulan bir yatırımcı bu bilgiyle cazip bir yatırım fırsatı yaratmış olmaktadır.

Fiyat/kazanç oranı ve öz sermaye karlılığı da önemli değişkenlerden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasa fiyatını baz alan bir oran olması dolayısıyla fiyat / kazanç oranının yatırımcılar tarafından dikkate alınması anlamlı bulunmaktadır. Diğer taraftan yatırımcılar işletmelerin öz sermaye karlılığına da aynı önemi vermekteler.

Diğer bir sonuç ise kaldıraç oranının mali sektör hisse senedi fiyatlarını belirleyen faktör olmasıdır. Buradan çıkarılacak sonuç, yatırımcıların mali sektör hisse senetlerine yatırım yaparken söz konusu şirketlerin yüksek kaldıraç oranına sahip olmalarını bir risk unsuru olarak değerlendirmeleri olmaktadır.

Net kar büyüme hızı, işlem görme oranı ve temettü ödeme oranı yukarıda saydığımız oranlara göre mali sektör hisse senedi fiyatlarını daha az etkilemektedir. Temettü ödeme oranının sadece Emek sigorta hisse senedi fiyatını küçük bir oranda etkilediğini görüyoruz. Diğer taraftan Deva Holding, Garanti Bankası ve Koç Holding hisse senedi fiyatları ile aktif karlılıkları arasında ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmıştır. Yapı Kredi Bankası'nın işlem görme oranı ile hisse senedi fiyatları arasında da ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmıştır.

KAYNAKLAR

1. AKGÜÇ Öztin, **Mali Tablolar Analizi**, Avcıol Basım Yayım, 9. Basım, İstanbul, 1995.
2. BÜKER Semih, **Hisse Senetlerini Değerleme yöntemleri**, Eskişehir İ.T.İ.A Yayınları No:156/98, Eskişehir, 1976.
3. Citibank, **Corporate Valuation**, 1990.
4. CROWDER William J. ve WOHAR Mark E, “Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks”, **Economic Inquiry**, October 1998, Vol 36, Issue 4.
5. DURMUŞ A.Hayri ve ARAL M.Emin, **Mali Tablolar Tahlili**, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1994.
6. DURUSOY Mehmet, “ Insider Trading’i Yasaklayan Düzenlemelerin Gerekçeleri ve Insider Trading Sorumluluğunun Temelleri – Amerikan ve İngiliz yaklaşımları II, **Vergi dünyası**, Mart-Nisan 1992.
7. GOETZ Billy E. - KLEİN Frederic R., **Accounting In Action**, The Riverside Press, Houghton Company, Boston, 1990.
8. GÜCENME Ümit, **Türkiye’deki Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994.
9. İNCEKARA Ahmet, **Türkiye’de Teşvik Sistemi**, İTO Yayınları, Yayın No:1995-10.
10. KANALICI Hülya, **Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, SPK Yayınları, Yayın No:77, 1997.
11. KARSLI Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İrfan yayıncılık, İstanbul,1994.
12. KEPEKÇİ Celal, **Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:6, İİBF Yayınları, No:2, Eskişehir, 1983.
13. ÖZMEN Tahsin, “Sermaye Artırımlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri”, **Yaman Aşıkoğlu’na Armağan**, SPK Yayınları, Yayın No:56, Ocak,1997
14. RODOPLU Gültekin ve AKDEMİR Ali, **İşletme Bilimine Giriş**, Isparta, 1998.
15. VINZANT Carol, “The New Improved Game of Insider Trading”, **Fortune**, 06/07/1999, Vol.,139, Issue 11, s.115.
16. İMKB Haftalık ve Aylık Bültenleri.
17. İMKB Şirketleri Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri Yıllığı, 1986-1999.