

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**MUHASEBE VERİLERİNİN DEĞER İLİŞKİSİNİN
FARKLI SERMAYE YAPILARINA GÖRE ZAMAN
İÇİNDEKİ DEĞİŞİMİ: MİST ÜLKELERİ ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Melik ERTUĞRUL

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Volkan DEMİR

MART 2017

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**MUHASEBE VERİLERİNİN DEĞER İLİŞKİSİNİN
FARKLI SERMAYE YAPILARINA GÖRE ZAMAN
İÇİNDEKİ DEĞİŞİMİ: MİST ÜLKELERİ ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Melik ERTUĞRUL

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Volkan DEMİR

MART 2017

ÖNSÖZ

Bu tez, 22 yıllık öğrencilik hayatım boyunca elde ettiğim bilgi birikiminin ve çabalarımın bir ürünüdür. “Bana bir harf öğretenin kırk yıl kölesi olurum.” sözünün yerden göğe kadar doğru olduğunu biliyor ve bugüne kadar üzerimde emeği bulunan ilkokuldan doktora son sınıfa kadarki bütün öğretmenlerimin ve hocalarımın ellerinden saygıyla öpüyorum.

Doktora öğrenimim süresince yalnızca hocam ve tez danışmanım olarak değil aynı zamanda bir ağabeyim olarak deneyimlerini benimle paylaşan Doç. Dr. Volkan DEMİR’e şükranlarımı sunuyorum. Doç. Dr. Banu DİNÇER’in bu tezde çok kıymetli katkıları olduğunun altını çiziyorum, kendisine sonsuz minnettirim. Ayrıca, tez jürimde yer alan Prof. Dr. Rüstem HACİRÜSTEMOĞLU’nun, Prof. Dr. Haluk LEVENT’in ve Doç. Dr. Nazlı KEPÇE’nin değerli yorumlarının bu tezin nihai hale gelmesinde son derece önemli olduğunu belirtiyor ve kendilerine teşekkür ediyorum.

Doğduğum günden beri her daim sıcaklıklarını, sevgilerini, desteklerini ve dualarını hissettiğim çok kıymetli babacığım ve biricik anneciğime şükranlarımı belirtecek bir kelime -üzgünüm ki- dağarcığımızda bulunmuyor. Bu tezin yazılması sürecinde bana gösterdikleri sınırsız sabrı ve anlayışı söylemeden geçersen bu tez eksik kalmış sayılır. Canımdan çok sevdiğim kardeşlerim Miray ve Burak’a da her daim sevgileri, destekleri ve duaları için ayrıca teşekkür ediyorum. Onların da bu tezin baş mimarlarından olduklarının altını çiziyorum. Tezin yazım aşamasında Burak’ın masasını bana tahsis ettiğini bu vesileyle teze not düşmüş olayım:) Bu ailenin çocuğu olduğum için kendimi çok şanslı hissediyorum ve bu hayata şanslı doğanlardan olduğuma inanıyorum, iyi ki varsınız canım ailem!

Her daim yanımda olan, sevgisini, şefkatini ve desteğini her koşulda hissettiğim kıymetlim Ece’ye teşekkür etmezsem bu tez hiç yazılmamış sayılır. Bu tezin her aşamasında sunduğu eşsiz katkıları ve bu tezi satır satır-hece hece okuyup bu tezin nihai hale gelmesinde sonsuz emeği olduğu için de kıymetlime ayrıca teşekkür ediyorum. Varlığı ve sevgisi bana güç veriyor, vermeye de devam edecek...

Melik ERTUĞRUL

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	iv
ŞEKİL LİSTESİ	v
TABLO LİSTESİ	vi
RÉSUMÉ	vii
ABSTRACT	xiii
ÖZET	xviii
1 GİRİŞ	1
2 DEĞER İLİŞKİSİ TANIMLARI VE SEÇİLMİŞ LİTERATÜR	7
2.1 Değer İlişkisi Nedir?	7
2.2 Değer İlişkisine Dair Bilinen İlk Üç Çalışma	9
2.3 Seçilmiş Literatür	11
2.3.1 Değer ilişkisinde zaman içinde meydana gelen değişimleri inceleyen çalışmalar	12
2.3.2 Uygulanan farklı finansal raporlama standartlarına göre değer ilişkisini kıyaslayan çalışmalar	16
2.3.3 Farklı yasal ortamlardaki değer ilişkisini kıyaslayan çalışmalar	22
2.3.4 Çeşitli kriterlere göre gruplanan farklı sınıfların değer ilişkisini inceleyen çalışmalar	27
3 HİPOTEZ GELİŞTİRME	31
4 MİST ÜLKELERİ VE ÖRNEKLEM SEÇİMİ	35
4.1 MİST Ülkeleri Hakkında Genel Bilgi	35
4.2 MİST Ülkelerinde Muhasebe Standartları	38
4.3 Örneklem Seçimi	39
5 DEĞİŞKENLER, MODEL ve ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	41
5.1 Değişkenler	41
5.2 Model	43
5.3 Araştırma Yöntemi	47
6 ARAŞTIRMA BULGULARI	53
6.1 Betimleyici İstatistikler	53
6.2 Korelasyon Matrisi	55
6.3 Regresyon Sonuçları	65
7 SONUÇ	95
8 KAYNAKÇA	101
ÖZGEÇMİŞ	111

KISALTMALAR

[05, 09]	: 2005 ve 2009 yılları dahil zaman aralığı
[10, 14]	: 2010 ve 2014 yılları dahil zaman aralığı
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ARGE	: Araştırma-Geliştirme
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin
EKK	: En Küçük Kareler
FKAL	: Finansal Kaldıraç
GKGMS	: Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
K	: Kazançlar
MAX	: Maksimum
MED	: Medyan
MIN	: Minimum
MIST	: Meksika, Endonezya, Kore ve Türkiye
N	: Gözlem Sayısı
ORT	: Ortalama
ÖDD	: Özkaynaklar Defter Değeri
ÖKAL	: Özkaynaklar Bazlı Finansal Kaldıraç
PD	: Piyasa Değeri
SS	: Standart Sapma
TV	: Toplam Varlıklar
UMS	: Uluslararası Muhasebe Standartları
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 Piyasa verileri ile muhasebe verileri arasındaki ilişki ve muhasebe verilerinin tahmin kapasitesi..... 8



TABLO LİSTESİ

Tablo 1 Kişi Başına Düşen Yıllık GSYİH ve Kişi Başına Düşen Yıllık GSYİH Değişimi	36
Tablo 2 Mal İhracatı İçindeki Toplam Yakıt (Fuel) İhracatının Payı	37
Tablo 3 Bütün Örneklem İçin Betimleyici İstatistikler	57
Tablo 4 Her Beşte Birlik İçin Betimleyici İstatistikler (Mart Bazlı)	59
Tablo 5 Her Beşte Birlik İçin Betimleyici İstatistikler (Haziran Bazlı)	60
Tablo 6 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Meksika	61
Tablo 7 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Endonezya	62
Tablo 8 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Kore	63
Tablo 9 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Türkiye	64
Tablo 10 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Meksika	71
Tablo 11 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Meksika	72
Tablo 12 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Endonezya	73
Tablo 13 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Endonezya	74
Tablo 14 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Kore	75
Tablo 15 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Kore	76
Tablo 16 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Türkiye	77
Tablo 17 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Türkiye	78

RÉSUMÉ

Dans cette étude, l'échantillon des économies émergentes des quatre pays MICT (Mexique, Indonésie, Corée du Sud et Turquie) déclaré par Jim O'Neill, ancien président de Goldman Sachs Asset Management est utilisé. L'intervalle de temps analysé de cette étude couvre les dix dernières années, entre la période 2005 et 2014. La variation de la valeur dans le temps est analysée en divisant la période de dix ans en deux sous-périodes égales de cinq ans. Pour tous les échantillons obtenus séparément pour chaque pays MICT, tout d'abord une comparaison descriptive de la pertinence de valeur totale est réalisée, puis l'analyse de la pertinence de valeur de la valeur comptable des capitaux propres (VCCP) et des bénéfices est réalisée. En outre, pour chaque pays MICT, l'ensemble de l'échantillon est divisé en cinq groupes égaux (quintiles) pour chaque année pour les différents niveaux de levier financier. Les entreprises ayant un ratio d'endettement le plus faible se situent dans le groupe du premier quintile et les entreprises ayant un ratio d'endettement élevé se situent dans le groupe du dernier quintile. Par conséquent, pour chaque niveau d'endettement différent, l'analyse de la pertinence de valeur de la VCCP et des bénéfices est réalisée.

Dans le cadre de la description faite par Easton (1999) qui exprime que le Modèle de Prix reflète mieux la variation totale des données comptables, le modèle de Prix d'Ohlson (1995) a été utilisé dans cette thèse. Il est observé que les valeurs de marché (ou le prix direct) calculés selon le prix du jour de clôture fin Mars mais aussi le prix du jour de clôture fin Juin sont couramment utilisés dans la littérature en tant que variables dépendantes du Modèle de Prix. Dans ce contexte de manière parallèle à la littérature un Modèle de Prix est constitué selon le prix de deux actions différentes. Par ailleurs, selon le prix de ses deux types d'actions utilisées dans le Modèle de Prix, deux types de levier financier fondés sur des marchés différents sont utilisés. Autrement dit, le levier financier pris pour base dans le modèle utilisant la valeur du marché des actions à la fin du mois de Mars (Juin), est calculé selon le rapport la dette total des dettes totales divisé par le total de la valeur du marché des actions à la fin du mois de Mars (Juin). Cette situation signifie que deux différents leviers financiers sont obtenus pour chacun des deux modèles, de nouveaux quintiles sont obtenus pour chaque différent levier financier.

Les résultats du Test Hausman appliqués séparément pour chaque échantillon et pour chaque sous-échantillon, montrent que le choix de la méthode des effets fixes des moindres carrées est appropriée en tant que méthode pour cette thèse. Cependant, dans cette thèse il demeure deux innovations dans l'application du modèle des effets fixes dans le sens méthodologique. Ces dernières reposent principalement sur l'élimination des effets fixes manuellement sans utiliser les codes de régression proposés par le programme statistique STATA pour les effets fixes. La première innovation consiste à purifier manuellement les variables dépendantes et indépendantes, sans distinction de période ; des effets fixes spécifiques à l'entreprise. Comme dans cette thèse tous les échantillons et les quintiles pour chaque pays seront analysés dans deux sous-périodes, réaliser la purification des effets du code de régression et des effets fixes spécifiques à l'entreprise, constitue à séparer les effets fixes spécifiques à l'entreprise pour les deux périodes et à purifier séparément les effets fixes spécifiques à l'entreprise pour chaque période. Or, il est souligné que les effets fixes spécifiques à l'entreprise conservent leur présence de manière fixe spécifique à l'entreprise pour l'ensemble des périodes (Greene, 2003). Quant à l'autre innovation, il s'agit d'obtenir des variables qui seront utilisées dans les régressions finales en purifiant également manuellement les variables intermédiaires purifiées des effets fixes spécifiques à l'entreprise. Ainsi, grâce au moyen des mannequins annuels couramment utilisées dans la littérature, on arrive à obtenir la valeur de régression R^2 de la méthode de purification des effets fixes spécifiques annuelle, ce qui évite le rajout du pouvoir explicatif des mannequins annuels et procure seulement les valeurs de régression R^2 reflétant le pouvoir explicatif des données comptables.

Dans le cadre de cette thèse, quatre hypothèses sont testées. Il faut dire que la généralisation des résultats obtenus pour les deux sous-périodes, en utilisant deux différents Modèles de Prix parmi les échantillons principaux de chaque pays est plus faisable que la généralisation des résultats obtenus pour les deux sous-périodes (au total quarante sous échantillons) en utilisant deux différents Modèles de Prix dans les quintiles pour chaque pays. En d'autres termes, nous soulignons le fait que selon les résultats obtenus pour quarante différents échantillons, aucun consensus commun complet n'a été constaté.

Dans cette étude, à l'exception des valeurs R^2 de l'Indonésie et de la Corée présentées, pour l'ensemble de l'échantillon de chaque pays déclaré pour tous les modèles, la pertinence de la valeur totale dans la deuxième période n'est pas supérieure à la valeur totale de la première période. Comme l'a souligné Günel (2003), cette interprétation est descriptive puisque la statistique de R^2 contient de nombreuses erreurs. Sauf la Corée, pour les deux modèles des échantillons principaux des trois autres pays, la pertinence de valeur de la VCCP dans la deuxième période n'est pas significativement supérieure à la valeur pertinente de la VCCP dans la première période. Pour tous les modèles, la pertinence de la valeur de VCCP de la Corée dans la deuxième période est rapportée comme significativement plus grande que la pertinence de valeur de VCCP dans la première période. A l'exception du Mexique pour un modèle, la pertinence de valeur des bénéfices au cours de la deuxième période n'est pas significativement supérieure à la pertinence de valeur des bénéfices au cours de la première période.

Sauf la comparaison descriptive des valeurs R^2 pour l'ensemble des échantillons, les autres hypothèses présentées ci-dessus sont testées séparément pour tous les quintiles. Pour tous les quintiles de la Turquie déclarés pour tous les modèles, à l'exception du quatrième quintile de l'Indonésie déclaré pour un modèle, les variations de la pertinence de la VCCP sur les périodes ne sont pas statistiquement significatives. Pour tous les modèles, les variations de la pertinence de la valeur de la VCCP sur les périodes ne sont pas déclarées statistiquement significatives pour les premier et troisième quintiles du Mexique et les changements dans la pertinence de la valeur de VCCP sur les périodes sont significativement négatifs pour les deuxième et quatrième quintiles du Mexique. Pour tous les modèles, les variations de la pertinence de la valeur du VCCP sur les périodes ne sont pas déclarées statistiquement significatives pour le dernier quintile de la Corée et les variations de la pertinence de la valeur du VCCP sur les périodes sont significativement positives pour le premier et le quatrième quintiles de la Corée. Les deux modèles fournissent des résultats mitigés pour les deuxièmes et troisièmes quintiles de la Corée, et le dernier quintile du Mexique.

Pour tous les quintiles de la Turquie et de la Corée signalés dans tous les modèles, à une exception près, les variations de la pertinence des bénéfices sur les périodes ne sont pas statistiquement significatives. Pour tous les modèles du Mexique,

les variations de la pertinence des bénéfices sur les périodes sont significativement positives pour les troisième et quatrième quintiles, tandis que les variations de la pertinence des bénéfices sur les périodes ne sont pas déclarées statistiquement significatives pour les autres. Pour tous les modèles de l'Indonésie, les variations de la pertinence des bénéfices par rapport aux périodes sont significativement négatives pour le deuxième quintile alors que les variations de la pertinence des bénéfices sur les périodes ne sont pas déclarées statistiquement significatives pour le premier et le dernier quintiles. Les deux modèles fournissent des résultats mitigés pour le quatrième quintile de l'Indonésie.

Étant donné que les changements susmentionnés de la pertinence de valeur de la VCCP et des bénéfices sur les périodes pour tous les quintiles donnent des résultats presque différents pour chaque pays, modèle et quintile, on ne considère pas possible de généraliser ces résultats comme on l'a vu. De plus, bien que les deux modèles ne fournissent pas de résultats contradictoires (c'est-à-dire qu'un modèle révèle un changement significativement négatif, l'autre révèle un changement positif), il existe des cas où les deux modèles ne se confirment pas mutuellement. Par conséquent, interpréter les résultats susmentionnés au niveau micro au lieu du niveau macro est considéré comme plus commode.

Un autre point central de cette étude est le classement de grandeur de la pertinence de valeur de la VCCP et des bénéfices selon les leviers financiers. Les résultats concernant la VCCP seront présentés dans ce paragraphe, les résultats concernant les bénéfices seront traités dans le paragraphe suivant. Pour tous les modèles du Mexique, les coefficients de régression de la VCCP du premier quintile ne sont pas déclarés statistiquement significatifs pour les deux périodes, ce qui réfute directement notre argument qui affirme que la valeur pertinente de la VCCP diminue avec l'augmentation du levier financier. D'autre part, pour tous les modèles de l'Indonésie pour les deux périodes, les coefficients de régression de la VCCP des deux premiers quintiles sont ordonnés dans les deux premières places et les coefficients de régression de la VCCP du dernier quintile sont ordonnés en dernier lieu; Par conséquent, ces résultats confirment notre argument. Notre argument peut aussi être confirmé par les résultats rapportés pour tous les modèles de la Corée dans la deuxième période tandis que les deux derniers rangs appartiennent au premier et au dernier

quintiles pour un modèle dans la première période ce qui n'est pas en faveur de notre argument. Pour tous les modèles de la Turquie dans la deuxième période, les coefficients de régression de la VCCP du premier et du dernier quintile sont ordonnés dans les deux premières places dans les classements ce qui ne confirme pas notre argument. En outre, les résultats de la Turquie pour la première période pour tous les modèles ne montrent pas non plus de résultat en faveur à notre argument.

Pour tous les modèles du Mexique, puisque les coefficients de régression des bénéfiques des premiers et derniers quintiles de la première période ne sont pas déclarés comme étant statistiquement significatifs et puisque les deux premières places ne figurent pas dans les deux premiers quintiles des deux périodes, ce dernier refuse l'argument qui affirme que la pertinence de la valeur des bénéfiques diminue avec la hausse du levier financier. Pour tous les modèles de l'Indonésie dans la première période, les deux dernières places du classement appartiennent aux deux derniers quintiles, ce qui confirme partiellement notre argument. Cependant, puisque le premier quintile est situé au milieu dans les classements pour chaque modèle dans la première période et puisqu'il est situé en troisième et quatrième place dans les classements pour tous les modèles dans la deuxième période, il s'agit de résultat n'étant pas en faveur de l'argument concernant l'appartenance au groupe des deux premiers. Dans les deux périodes pour tous les modèles de la Corée, la première place dans les classements appartient au premier quintile. De plus, pour tous les modèles de la Corée de la deuxième période, les deux derniers rangs appartiennent aux deux derniers quintiles et il est également valable pour un modèle dans la première période. En conséquence, les résultats rapportés pour la Corée confirment notre argument. Enfin, bien que les deux dernières places dans les classements appartiennent aux deux derniers quintiles pour tous les modèles de la Turquie dans la première période, elle confirme partiellement notre argument; les résultats de la Turquie dans la deuxième période ne sont pas en faveur de notre argument.

Étant donné que les classements précités de la pertinence de la valeur de la VCCP et des bénéfiques entre les différents quintiles donnent des résultats presque différents pour chaque pays, modèle et période, il n'est pas possible de généraliser ces résultats -comme on l'a déjà constaté-. Il peut être observé que les coefficients de régression peuvent également présenter des résultats différents pour un même pays et

les mêmes périodes par des modèles différents. Par exemple, pour le Mexique au cours de la deuxième période, le coefficient de régression du quatrième quintile pour le Modèle (1) n'est pas déclaré statistiquement significatif alors que les coefficients de régression des bénéfices du deuxième et du dernier quintile du Modèle (2) sont déclarés statistiquement significatifs. En conséquence, interpréter les résultats mentionnés ci-dessus au niveau micro au lieu du niveau macro serait plus convenable.



ABSTRACT

In this study, the sample of emerging economies belonging to MIST (Mexico, Indonesia, South Korea and Turkey) countries stated by Jim O'Neill, the former chairman of Goldman Sachs Asset Management, is employed. The analysed time interval of this study covers the period of 2005 and 2014 (2006 and 2015) which belongs to accounting items (price figures). The change in the value relevance over time is obtained by dividing the analysed period into two equal five-year subperiods. For each MIST country, the value relevance of the whole sample in the first period is descriptively (not statistically) compared to the value relevance of the whole sample in the second period. Furthermore, for each MIST country, the value relevance of book value of equity and earnings belonging to the whole sample in the first period is statistically compared to the value relevance of book value of equity (BVE) and earnings belonging to the whole sample in the second period. Additionally, for each MIST country, the whole sample is divided into five equal groups (quintiles) for each year with respect to different financial leverage levels. The first quintile includes the lowest levered sample while the last one includes the highest levered sample. Hence, for different leverage levels, the value relevance of BVE and earnings are compared over time.

In this study, as Easton (1999) states that the Price Model of Ohlson (1995) better reflects total changes in the accounting information, the Price Model is used consistent with Easton (1999). In the existing value relevance literature, the market capitalization which is the dependent variable of the Price Model is commonly measured either both three (March) or six (June) months from the fiscal year end. Consistent with this approach of the existing literature, the Price Model regressions is performed for these two price measures. Furthermore, the Price Model using prices as of the end of March (June) considers the financial leverage the ratio of total debts and the sum of total debts and the market capitalization measured as of the end of March (June). Hence, calculating two financial leverage measures for two types of Price Models means re-grouping quintiles for different financial leverage measures.

For each whole sample and quintile, Hausman Test is separately performed and outcomes of Hausman Test reveal that fixed effects regressions are convenient for our research methodology. However, this study contains two innovations for performing fixed effects regressions. These two innovations spring from performing fixed effects manually instead of using STATA's fixed effects regression codes. The first innovation is to demean all dependent and independent variables with respect to firm-specific fixed effects. Since all quintiles and whole samples are analysed in two subperiods, using STATA's fixed effects regression codes would demean all dependent and independent variables with respect to firm-specific fixed effects for two subperiods. However, Greene (2003) underlines that firm-specific fixed effects will remain the same or constant for each firm throughout the whole period. After obtaining demeaned dependent and independent variables with respect to firm-specific fixed effects, those demeaned variables are re-demeaned with respect to year-specific fixed effects and this is considered the second innovation. Since including extra variables in a regression increases the explanatory power of a regression, we do not include year dummies as commonly performed by the existing literature as a year-fixed effects methodology in order to prevent the impacts of year dummies on the explanatory power of our regressions. Hence, we aim to obtain R^2 figures reflecting only the effects of accounting information.

In this study, four hypotheses are tested. For the whole sample of each country, the generalizability of outcomes obtained by two Price Models for two subperiods is considered more possible than the generalizability of outcomes obtained by two Price Models for two subperiods of each quintile which makes forty subsamples (four countries, two models, five quintiles) in total. In other words, we highlight that there is no consensus on the outcomes of aforementioned forty subsamples.

In this study, except R^2 figures of Indonesia and Korea reported for one Model, for the whole sample of each country reported for all Models, total value relevance in the second subperiod is not reported as greater than total value relevance in the first subperiod. As underlined by Günel (2003), this interpretation is descriptive since the statistics of R^2 contains many errors. Except Korea, for the whole sample of each country reported for all Models, the value relevance of BVE in the second subperiod is not reported as significantly greater than the value relevance of BVE in the first

subperiod. For all Models, Korea's value relevance of BVE in the second subperiod is reported as significantly greater than the value relevance of BVE in the first subperiod. Except Mexico for one Model, the value relevance of earnings in the second subperiod is not reported as significantly greater than the value relevance of earnings in the first subperiod.

Except the descriptive comparison of R^2 figures for the whole samples, the remaining hypotheses shown above are separately tested for all quintiles. For all quintiles of Turkey and Indonesia reported for all Models except Indonesia's fourth quintile reported for one Model, changes in the value relevance of BVE over periods are not statistically significant. For all Models, changes in the value relevance of BVE over periods are not reported as statistically significant for Mexico's first and third quintiles and changes in the value relevance of BVE over periods are significantly negative for Mexico's second and fourth quintiles. For all Models, changes in the value relevance of BVE over periods are not reported as statistically significant for Korea's last quintile and changes in the value relevance of BVE over periods are significantly positive for Korea's first and fourth quintiles. Both Models provide mixed outcomes for Korea's second and third quintiles, and Mexico's last quintile.

For all quintiles of Turkey and Korea reported for all Models with one exception changes in the value relevance of earnings over periods are not statistically significant. For all Models of Mexico, changes in the value relevance of earnings over periods are significantly positive for the third and fourth quintiles while changes in the value relevance of earnings over periods are not reported as statistically significant for the others. For all Models of Indonesia, changes in the value relevance of earnings over periods are significantly negative for the second quintile while changes in the value relevance of earnings over periods are not reported as statistically significant for the first and last quintiles. Both Models provide mixed outcomes for Indonesia's fourth quintile.

Since aforementioned changes in the value relevance of BVE and earnings over periods for all quintiles provide almost different outcomes for each country, Model, and quintile, it is not considered possible to generalize those outcomes as discussed. Moreover, although both Models do not provide contradictory outcomes (i.e. while

one Model reveals a significantly negative change, the other reveals a positive change), there are certain cases that both Models do not confirm each other. Hence, interpreting aforementioned results at micro level instead of macro level is considered more convenient.

Another focus point of this study is the ranking of BVE and earnings among different quintiles. For all Models of Mexico, regression coefficients of BVE of the first quintile is not reported as statistically significant for each subperiod which directly refute our argument which asserts that the value relevance of BVE decreases with the increase in the financial leverage. On the other hand, for all Models of Indonesia in each subperiod, regression coefficients of BVE of the first two quintiles are ordered in the first two places and regression coefficients of BVE of the last quintile are ordered in the last place; hence, these outcomes confirm our argument. Our argument can also be confirmed by the outcomes reported for all Models of Korea in the second subperiod while the last two place in ranking belongs to the first and last quintiles for one Model in the first subperiod which is not in favour of our argument. For all Models of Turkey in the second subperiod, regression coefficients of BVE of the first and last quintiles are ordered in the first two places in rankings which does not confirm our argument. Furthermore, Turkey's outcomes reported for the first subperiod for all Models does not also provide our argument.

For all Models of Mexico, since regression coefficients of earnings of the second, third and fourth quintiles in the first subperiod are not reported as statistically significant and the first two places in rankings do not belong to the first two quintiles in both subperiods, our argument which asserts that the value relevance of earnings decreases with the increase in the financial leverage is refuted. For all Models of Indonesia in the first subperiod, the last two places in rankings belong to the last two quintiles which partially confirms our argument. However, since the first quintile is reported at the middle in rankings for each model in the first subperiod and the third and fourth places in rankings belong to the first two quintiles for all Models in the second subperiod which are not in favour of our argument. For all Models of Korea in each subperiod, the first place in rankings belongs to the first quintile. Furthermore, for all Models of Korea in the second subperiod, the last two places in rankings belong to the last two quintiles and it is also valid for one Model in the first subperiod. Hence,

outcomes reported for Korea confirms our argument. Lastly, although the last two places in rankings belong to the last two quintiles for all Models of Turkey in the first subperiod and it partially confirms our argument, outcomes of Turkey in the second subperiod are not in favour of our argument.

Since aforementioned rankings in the value relevance of BVE and earnings among different quintiles provide almost different outcomes for each country, Model, and subperiod, it is not considered possible to generalize those outcomes as discussed. Regression coefficients are also differently reported for the same country and same subperiods by two Models. For instance, for Mexico in the second subperiod, the regression coefficient of earnings of fourth quintile is not reported as statistically significant while the regression coefficients of earnings of first and last quintiles are not reported as statistically significant. Hence, interpreting aforementioned results at micro level instead of macro level is considered more convenient.

ÖZET

Bu tez çalışmasında kullanılan örneklem, Goldman Sachs Varlık Yönetimi Yönetim Kurulu eski Başkanı Jim O'Neill tarafından yapılan MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye) gelişmekte olan ülke sınıflandırmasında yer alan dört ülkeye aittir.¹ Bu tezin analiz aralığı olarak muhasebe verilerine göre 2005 ve 2014 yılları arasını kapsayan son on yıl seçilmektedir. Değer ilişkisindeki zaman içinde meydana gelen değişim, bu on yıllık dilimin iki eşit beş yıllık alt dönemler altında ele alınması ile incelenmektedir. Her MIST ülkesi için ayrı ayrı elde edilen bütün örneklem için önce toplam değer ilişkisinin betimsel kıyaslaması yapılmakta, sonra da özkaynaklar defter değeri (ÖDD) ile kazançların değer ilişkisi analiz edilmektedir. Bunlara ek olarak, her MIST ülkesi için ayrı ayrı ülke bazında düşünülerek her ülkeye ilişkin bütün örneklem, her sene için farklı finansal kaldıraç seviyelerine göre beş ana sınıfta gruplanmaktadır. En düşük borçluluk oranına sahip olan firmalar ilk beşte birlik grupta ve en yüksek borçluluk oranına sahip olan firmalar son beşte birlik grupta yer almaktadır. Böylelikle farklı borçluluk seviyeleri için ÖDD ile kazançların değer ilişkisi incelenmektedir.

Bu tezde Fiyat Modeli'nin muhasebe verilerindeki toplam değişimi daha iyi yansıtılabildiğini ifade eden Easton'un (1999) bu açıklaması dahilinde Ohlson'un (1995) fiyat modeli kullanılmaktadır. Fiyat Modeli'nin bağımlı değişkeni olarak literatürde hem Mart sonu kapanış günü hem de Haziran sonu kapanış günü fiyatları ile hesaplanan piyasa değerlerinin (ya da doğrudan fiyatların) yaygın bir şekilde kullanıldığı görülmekte, bu bağlamda literatüre paralel bir şekilde iki farklı hisse senedi fiyatına göre Fiyat Modeli oluşturulmaktadır. Ayrıca, Fiyat Modeli'nde kullanılan bu iki tip hisse senedi fiyatına göre iki farklı piyasa bazlı finansal kaldıraç çeşidi kullanılmaktadır. Yani, Mart (Haziran) ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değerini kullanan modelde baz alınan finansal kaldıraç, toplam borçların toplam borçlar ve Mart (Haziran) ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değeri toplamına oranı olarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla her iki model için de iki farklı finansal

¹ <https://www.theguardian.com/global-development/poverty-matters/2011/feb/01/emerging-economies-turkey-jim-oneill>

kaldıraç elde edilmesi, her finansal kaldıraç çeşidi için yeniden beşte birliklerin elde edilmesi anlamına gelmektedir.

Her örneklem ve alt örneklem için ayrı ayrı uygulanan Hausman Testi'nin sonuçları, bu tezin yöntemi olarak sabit etkiler en küçük kareler yönteminin seçilmesinin uygun olduğunu göstermektedir. Fakat bu tezde yöntemsel anlamda sabit etkiler modelinin uygulanmasında iki yenilik bulunmaktadır. Bu iki yenilik de temel olarak doğrudan STATA istatistik programının sabit etkileri için sunduğu regresyon kodlarını kullanmayarak manuel olarak sabit etkilerden arındırmaya dayanmaktadır. Bu yeniliklerden ilki, manuel olarak bütün bağımlı ve bağımsız değişkenleri herhangi bir dönem ayrımı yapmaksızın firma özelindeki sabit etkilerden arındırmaktır. Bu tezde her ülke için bütün örneklem ve beşte birlikler iki farklı alt dönemde inceleneceği için regresyon kodu ile firma özelindeki sabit etkilerden arındırma yapmak, her iki dönem için de firma özelindeki sabit etkileri ayıracak ve her dönem için ayrı ayrı firma özelindeki etkilerden arındırma yapacaktır. Halbuki firma özelindeki sabit etkilerin bütün dönemler için firma özelinde sabit olarak mevcudiyetini koruduğunun altı çizilmektedir (Greene, 2003). Bu yeniliklerden diğeri ise firma özelindeki sabit etkilerden arındırılmış ara değişkenleri manuel olarak yıl özelindeki sabit etkilerden de arındırarak nihai regresyonlarda kullanılacak değişkenleri elde etmektir. Böylelikle literatürde yaygın bir şekilde kullanılmakta olan yıl kuklaları vasıtasıyla yıl özelindeki sabit etkilerden arındırma yönteminin regresyon R^2 değerlerine yıl kuklalarının açıklayıcı gücünü eklemesinin önüne geçilmekte ve yalnızca muhasebe verilerinin açıklayıcı gücünü yansıtan regresyon R^2 değerlerinin elde edilmesi amaçlanmaktadır.

Bu tez kapsamında dört tane hipotez test edilmektedir. Her ülkenin ana örneklemde iki farklı Fiyat Modeli kullanılarak iki alt dönem için elde edilen sonuçların genellenebilirliğinin, her ülke için beşte birliklerde iki farklı Fiyat Modeli kullanılarak iki alt dönem için (toplam kırk alt örneklem) elde edilen sonuçların genellenebilirliğine göre daha mümkün olduğunu söylemek gerekir. Diğer bir deyişle, kırk ayrı alt örneklem için elde edilen sonuçlarda homojen bir şekilde tam bir ortak paydaya varılmadığının altını çiziyoruz.

Bu tezde, Endonezya ve Meksika için bir model çeşidine göre elde edilen R^2 değerleri hariç tutulduğunda, her ülkenin ana örneklemi için ikinci dönemdeki toplam değer ilişkisinin ilk dönemdeki toplam değer ilişkisinden daha fazla olmadığı gösterilmektedir. Günel (2003) tarafından da belirtildiği üzere R^2 hatalarla dolu bir istatistik olduğu için toplam değer ilişkisindeki yorum betimsel düzeyde yapılmaktadır. Kore hariç diğer üç ülkenin ana örneklerinde her iki model için de ÖDD'nin ikinci dönemki değer ilişkisinin ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazla olmadığı gösterilmektedir. Kore için her iki model için de ÖDD'nin ikinci dönemki değer ilişkisinin ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazla olduğu sonucu ortaya konulmaktadır. Ana örneklemere ilişkin sunulan son sonucun Meksika için bir model çeşidi hariç bütün ülkelerde her iki model için de kazançların ikinci dönemki değer ilişkisinin ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazla olmadığı görülmektedir.

Yukarıda, ana örneklem için R^2 değerleri betimsel yorumlaması hariç test edilen hipotezler beşte birlik gruplar için ayrı ayrı test edilmektedir. Türkiye'de her iki model için bütün beşte birliklerde ve Endonezya'da bir modele göre dördüncü beşte birliğin sonuçları hariç bütün beşte birliklerde ÖDD'nin değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği anlaşılmaktadır. Meksika'da her iki model için ilk ve üçüncü beşte birliklerde ÖDD'nin değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği ve ikinci ve dördüncü beşte birliklerde ÖDD'nin değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. Kore'de her iki model için son beşte birlik grupta ÖDD'nin değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği ve ilk ve dördüncü beşte birliklerde ÖDD'nin değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Her iki model de Kore'deki ikinci ve üçüncü beşte birlik gruplar için ve Meksika'daki son beşte birlik grup için birbirlerini teyit etmeyen sonuçlar ortaya koymaktadır.

Türkiye ve Kore'de birer istisna ile her iki model için bütün beşte birliklerde kazançların değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği anlaşılmaktadır. Meksika'da her iki model için üçüncü ve dördüncü beşte birliklerde kazançların değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığı ve diğer beşte birlik gruplarda kazançların değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği raporlanmaktadır.

Endonezya’da her iki model için ilk ve son beşte birliklerde kazançların değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde değişim göstermediği ve ikinci beşte birlik grupta kazançların değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. Her iki model de Endonezya’daki dördüncü beşte birlik grup için birbirlerinden farklı sonuçlar ortaya koymaktadır.

Yukarıda beşte birlik gruplar için sunulan ÖDD’nin regresyon katsayılarında ve kazançların regresyon katsayılarında dönemler arası meydana gelen değişimlerin her ülke, model ve beşte birlik özelinde farklı sonuçlar sunmasından dolayı bu sonuçların genellenebilmesi -söylendiği üzere- mümkün görünmemektedir. Dahası, bazı beşte birlikler için her iki modelin de -her ne kadar birbirleri ile çelişen (istatistiki anlamlılık seviyelerinde, bir modelin artışa ve diğer modelin azalışa işaret ettiği herhangi bir alt örneklem bulunmamaktadır) sonuçlar ortaya koymasalar da- birbirlerini teyit etmemesi gibi sonuçlarla karşılaştığı da görülmektedir. Dolayısıyla bu sonuçların makro düzeyde yorumlanmalarından mikro düzeyde yorumlanmalarının daha uygun olduğu anlaşılmaktadır.

Bu tezin diğer bir araştırma odağı da finansal kaldıraçlarına göre ÖDD ve kazançların değer ilişkisi büyüklüklerindeki sıralamadır. Bu paragrafta ÖDD’ye ilişkin sonuçlar sunulacak, kazançlara ilişkin sonuçlar ise bir sonraki paragrafta tartışılacaktır. Meksika’da her iki model için her iki dönemde de ilk beşte birlik gruptaki ÖDD’nin regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı olmaması ÖDD’nin değer ilişkisinin finansal kaldıraç arttıkça azalması argümanımızı reddettiği görülmektedir. Öte yandan, Endonezya’da her iki model için her iki dönemde de ÖDD’nin regresyon katsayılarının en büyük olarak ilk iki beşte birlik grupta ve en küçük olarak son beşte birlik grupta bulunması, bu argümanımızı teyit eder niteliktedir. Kore’de her iki model için ikinci dönemde bu argüman teyit edilebilmekte, ilk dönemde bir model için değer ilişkisinde son iki sıranın ilk ve son beşte birliklere ait olması bu argümanımız paralelinde sonuçlar sunmamaktadır. Türkiye’de her iki model için ikinci dönemde sıralamadaki ilk iki sıranın ilk ve son beşte birliklere ait olması, bu argümanı teyit edememektedir. Ayrıca Türkiye için her iki modelin de ilk dönemde bu argüman paralelinde sonuçlar göstermediği anlaşılmaktadır.

Meksika’da her iki model için de ilk dönemde raporlanan kazançların regresyon katsayılarının ilk ve son beşte birlik gruplar haricinde istatistiki olarak anlamlı olmaması ile sıralamadaki ilk gelen beşte birliklerin her iki dönemde de ilk iki beşte birlik gruplar olmaması, kazançların değer ilişkisinin finansal kaldıraç arttıkça azalması argümanımızı reddetmektedir. Endonezya için ilk dönemde her iki modelde de son iki sıranın son iki beşte birlik gruba ait olması argümanımızı kısmen de olsa teyit etmektedir. Fakat ilk dönemde her iki modelde de ilk beşte birlik grubun ortada yer alması ve ikinci dönemde her iki modelde de üçüncü ve dördüncü sıraların ilk iki birlik gruba ait olması argümanımız paralelinde olmayan sonuçlardır. Kore’de her iki dönemde her iki model için ilk sıranın ilk beşte birlik gruba ait olduğu görülmektedir. Ayrıca ikinci dönemde her iki model için de son iki sıranın son iki beşte birlik gruba ait olması ve bunun ilk dönemde bir model için de geçerli olmasından dolayı Kore için elde edilen sonuçların argümanımızı teyit eder nitelikte olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye için ilk dönemde her iki modelde de son iki sıranın son iki beşte birlik gruba ait olması argümanımızı kısmen de olsa teyit etmektedir. Fakat Türkiye için ikinci dönemki sıralama, argümanımız paralelinde olmayan sonuçlar ortaya koymaktadır.

Yukarıda beşte birlik gruplar için sunulan ÖDD’nin regresyon katsayılarının ve kazançların regresyon katsayılarının değer ilişkisi büyüklüklerindeki sıralamanın her ülke, model ve dönem özelinde farklı sonuçlar sunmasından dolayı bu sonuçların genellenebilmesi -söylendiği üzere- mümkün görünmemektedir. Regresyon katsayıları için aynı ülkenin aynı döneminde farklı modellerin farklı sonuçlar verebilmesi gibi sonuçlarla karşılaştığı da görülmektedir. Örneğin, ikinci dönemde Meksika’da Model (1) için dördüncü beşte birlik grubun kazançlarının regresyon katsayısı istatistiki olarak anlamlı raporlanmamakta ve Model (2) için ikinci ve son beşte birlik grupların kazançlarının regresyon katsayıları istatistiki olarak anlamlı raporlanmamaktadır. Dolayısıyla bu sonuçların makro düzeyde yorumlanmalarındansa mikro düzeyde yorumlanmalarının daha uygun olduğu anlaşılmaktadır.

1 GİRİŞ

Değer ilişkisine (*value relevance*) dair bilinen ilk çalışmaların yapıldığı 1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren, konunun, muhasebe araştırmalarının hatırı sayılır bir kısmında yer aldığı görülmektedir. Her ne kadar değer ilişkisine dair bilinen herkesçe kabul görmüş tek cümlelik bir tanım bulunmasa da muhasebe verilerinin, hisse senedi fiyatları ve/veya getirileri gibi piyasa bazlı ölçütler üzerindeki etkileri ve açıklayıcılığı, değer ilişkisi olarak düşünülebilir. Bu bağlamda, değer ilişkisi kavramının sermaye piyasaları bazlı muhasebe araştırmalarının baz noktalarından biri olduğu da söylenebilir.

Değer ilişkisinin muhasebe kalitesinin ölçümünde belirlenmesinde sıklıkla faydalanılan bir ölçüt olarak kullanıldığı anlaşılmaktadır. Örneğin, Barth ve diğ. (2008) tarafından kullanılan üç muhasebe kalitesi göstergesinden birinin değer ilişkisi olduğu görülmektedir. Öte yandan, kazançların kalitesini inceleyen çalışmalarda da değer ilişkisinden faydalandığı bilinmektedir.² Gaio ve Raposo (2011) ve Gaio (2010) tarafından kazançlar için muhasebe kalitesi incelemesinde kullanılan yedi kalite unsurundan birisi değer ilişkisidir. Değer ilişkisinde meydana gelen artış/azalış, muhasebe kalitesinin arttığı/azaldığı şeklinde yorumlanmaktadır.³

Mevcut literatürde değer ilişkisinin ölçülmesinde Easton ve Harris'in (1991) Getiri Modeli'nin ya da Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli'nin kullanıldığı bilinmekte ve değer ilişkisinin çeşitli perspektiflerden incelendiği anlaşılmaktadır. Son dönemlerde birçok ülkede görülen muhasebe uygulamalarının yakınsaması ya da yerel genel kabul görmüş muhasebe standartlarının (GKGMS) yerine Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın (UFRS) kabul edilerek UFRS bazlı raporlamaya geçilmesi, güncel değer ilişkisi literatürünün odak noktasını oluşturmaktadır. Bu konu bazlı değer ilişkisi

² Wysocki (2009), muhasebe kalitesinin çok boyutlu bir araştırma alanı olduğunu ifade etmektedir. Mevcut literatür incelendiğinde, kazançların kalitesi konusunun muhasebe kalitesinin bir alt kümesi olduğu yorumunu yapıyoruz. Örneğin, Barth ve diğ. (2008) tarafından kullanılan muhasebe kalitesi göstergelerinden ikisinin kazançların kalitesi ölçümünde sıkça faydalanılan ölçütlerden olması, bu yorumumuzu teyit eder niteliktedir.

³ Bu artış/azalış regresyon sonucu elde edilen (ayarlı) R^2 değerlerinin istatistiki ya da betimsel kıyası ve/veya regresyon katsayılarında meydana gelen istatistiki ya da betimsel kıyas neticesinde gözlemlenmektedir.

çalışmalarının ya UFRS öncesi ve sonrası toplam değer ilişkisini incelediği ya da genellikle UFRS uygulaması ile birlikte raporlanmaya başlanan diğer kapsamlı gelir kalemleri ya da maddi olmayan duran varlıklara ilişkin muhasebe verileri gibi muhasebe kalemlerinin değer ilişkisini analiz ettiği görülmektedir.

Yukarıdaki paragrafta bahsi geçen güncel çalışmaların ilk akımı, UFRS bazlı raporlanan muhasebe verilerinin değer ilişkisi ile GKGMS bazlı raporlanan muhasebe verilerinin değer ilişkisini kıyaslamaktadır. Bu akımda genellikle Getiri ya da Fiyat Modelleri kullanılarak elde edilen regresyon sonuçlarına ilişkin (ayarlı) R^2 değerlerinin ya da regresyon katsayılarının karşılaştırıldığı anlaşılmaktadır. Aynı ülke verileri ve benzer yıl aralıkları kullanılmasına rağmen bu akımdaki bazı çalışmaların taban tabana zıt sonuçlar verdiği de görülmektedir. Örneğin, Bartov ve diğ. (2005) tarafından Alman firmalarına ait 1998-2000 yılları arası veri seti kullanılarak Alman GKGMS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisinin UFRS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha az olduğu sonucu ortaya konulmaktadır. Öte yandan, Hung ve Subramanyam (2007) ise Alman firmalarına ait 1998-2002 yılları arası veri setini kullanarak Bartov ve diğ. (2005) tarafından ortaya konulan kazançların değer ilişkisine dair sonuçların tam tersinin geçerli olduğunu göstermektedir. Özetle, bu akımda, UFRS'nin yerel GKGMS'lere göre daha üstün bir standartlar seti olup olmadığı konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Değer ilişkisini inceleyen güncel çalışmaların ikinci akımında ise, UFRS ile birlikte halihazırda raporlanmakta olan muhasebe verilerinin değer ilişkisinde meydana gelen değişimler ya da UFRS uygulaması ile birlikte raporlanmaya başlanan çeşitli kalemlerin birbirleri ile değer ilişkisi kıyaslanmaktadır. Bu akımda genellikle Getiri ya da Fiyat Modelleri kullanılarak elde edilen regresyon sonuçlarına ilişkin regresyon katsayılarının karşılaştırıldığı görülmektedir. Bu paragrafta birbirlerini teyit etmeyen sonuçlar veren ve her ne kadar aynı zaman aralıklarını kullanmasalar da benzer örneklemeler kullanan iki çalışma tartışılarak değer ilişkisi araştırmaları için önemli görülen hususların altı çizilecektir. Devalle ve Magarini (2012) tarafından beş büyük Avrupa Birliği (AB) ülkesinin firmalarına ilişkin 2005-2007 yılları arası veri seti kullanılarak hem Fiyat Modeli hem de Getiri Modeli için net karın ve kapsamlı gelirin değer ilişkisi kıyaslanmaktadır. Kapsamlı geliri diğer kapsamlı gelir ve net kar

olarak iki bileşen bazında inceleyen yazarlar, Fiyat Modeli için ÖDD ve net kar değişkenlerini kullanarak yapılan regresyon sonucunda elde edilen R^2 değeri ile bu değişkenlere diğer kapsamlı gelir eklendiğinde regresyon sonucunda elde edilen R^2 değeri arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlılığını incelemektedir. Devalle ve Magarini (2012), toplam örneklem ile Fransa örnekleme ve İtalya örnekleme için diğer kapsamlı gelirin muhasebe verilerinin açıklayıcılığını istatistiki olarak anlamlı bir şekilde artırdığını; fakat Almanya, Birleşik Krallık ve İspanya için bu değişimin istatistiki olarak anlamlı seviyelerde gerçekleşmediğini ortaya koymaktadır.⁴ Öte yandan, Mechelli ve Cimini (2014) ise AB ülkeleri firmalarına ait 2006-2011 yılları arası veri setini kullanarak hem Fiyat Modeli hem de Getiri Modeli için net karın ve kapsamlı gelirin regresyon katsayılarını kıyaslamakta ve net karın regresyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde kapsamlı gelirin regresyon katsayısından daha büyük olduğu sonucunu sunmaktadır. Diğer bir deyişle, Mechelli ve Cimini (2014), net karın değer ilişkisinin kapsamlı gelirin değer ilişkisinden büyük olduğunu göstermektedir.

Yukarıdaki paragraflarda da tartışıldığı üzere değer ilişkisi literatüründe ortak bir sonuca ulaşılamadığı görülmektedir. Bu durumun sebepleri olarak şu beş etken gösterilebilir: i) nihai örneklem oluşturulurken firma seçiminde uygulanan finansal kurumları dahil etmeme ya da yalnızca kar elde eden firmaları örnekleme tutma gibi filtreler, ii) örnekleme dahil edilen ülkeler (çok ülke kullanılan örneklemlerde kurumsal ve yasal farklılıkların bulunması gibi), iii) kullanılan zaman aralıkları, iv) verilerin elde edildiği veri tabanları, ve v) çeşitli ekonometrik sebepler. Barth ve diğ. (2008), farklı kontrol değişkenlerinin kullanılmasını, muhasebe kalitesine yönelik araştırmaların karmaşık sonuçlar sunmasının bir diğer sebebi olarak göstermektedir.

Değer ilişkisi literatüründe örneklemlerin buldukları endüstrilere göre (örneğin: Chalmers ve diğ., 2011; Demir ve diğ., 2013; Çiftçi ve diğ., 2014) ve firma piyasa değerlerine ya da aktif büyüklüklerine göre (örneğin: Aleksanyan, 2009; Alali ve Foote, 2012; Aleksanyan ve Karim, 2013) incelendikleri görülmektedir. Mevcut

⁴ Devalle ve Magarini'nin (2012) Getiri ve Fiyat Modellerine göre toplam örneklem ve Fransa örnekleme için raporladıkları sonuçlar birbirini teyit etmediği için Getiri Modeli'ne ilişkin sonuçları okuma kolaylığı açısından sunmamayı uygun görüyoruz. Ayrıca yazarlar, her ne kadar net kar ve kapsamlı gelir arasında doğrudan bir karşılaştırma yapmasalar da yazarların kapsamlı gelirin bir bileşeni olan diğer kapsamlı gelir için elde ettikleri sonuçlar, kapsamlı gelirin net kara ek olarak piyasa değerleri üzerindeki etkisi olarak düşünülmelidir.

literatürde örneklemelerini finansal kaldıraçlarına göre alt örneklemeler şeklinde inceleyen bir çalışma, bildiğimiz kadarıyla bulunmamaktadır. Fakat klasik anlamda bilinen değer ilişkisi modellerine kontrol değişkeni olarak finansal kaldıracı dahil eden bazı çalışmaların bulunduğu bilinmektedir. Örneğin, Chebaane ve Othman (2014) Fiyat Modeli regresyonlarına finansal kaldıraç değişkenini de dahil ederek UFRS öncesi dönemde %10 istatistiki anlamlılık seviyesinde bulunan bu değişkenin UFRS sonrası dönemde %1 istatistiki anlamlılık seviyesine çıktığını; aynı zamanda ilk dönemki regresyon katsayısının ikinci dönemki regresyon katsayısının yüzde altmışı kadar olduğunu raporlamaktadır. Ayrıca, Chebaane ve Othman'ın (2014) regresyon sonuçları, finansal kaldıraç değişkeninin piyasa değeri üzerinde her iki dönem için de pozitif bir etkisi olduğunu göstermektedir. Lee ve diğ. (2015) ise Fiyat Modeli regresyonlarına finansal kaldıraç değişkenini de dahil ederek finansal kaldıracın piyasa değeri üzerinde %5 istatistiki anlamlılık seviyesinde negatif bir etkisinin bulunduğunu ortaya koymaktadır. Kurumsal finansman alanında sermaye yapılarına göre firmaların incelenmesi görülmekte iken değer ilişkisi literatüründe böyle bir incelemenin bulunmadığını bildiğimiz kadarıyla tekrar söylemekte fayda görüyoruz.

Bu tezde toplam değer ilişkisinin ve özkaynaklar defter değeri (ÖDD) ile kazançların değer ilişkisinin farklı kaldıraç seviyelerine göre zaman içindeki değişimleri geliştirmekte olan ülkeler örneklemini kullanılarak incelenmektedir. Popüler BRIC ülkeleri yerine Goldman Sachs Varlık Yönetimi Yönetim Kurulu eski Başkanı Jim O'Neill tarafından yapılan MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye) ülkeleri, bu tezin örneklemelerini oluşturmaktadır.⁵ Analiz konusu zaman dilimi 2005 ve 2015 yıllarını kapsamaktadır.⁶ Zaman içinde değer ilişkisindeki değişimin incelenmesi için analiz konusu zaman dilimi muhasebe verilerine göre 2005-2009 ve 2010-2014 olmak üzere beşer yıllık iki alt döneme ayrılmaktadır. Her ülke bazında ayrı ayrı düşünülerek, firmalar, her yıl için farklı finansal kaldıraç seviyelerine göre beş alt grupta sınıflandırılmaktadır. En düşük finansal kaldıraçlı (yani borçluluk oranı en az olan) sınıf ilk beşte birlik grup iken en yüksek finansal kaldıraçlı (yani borçluluk oranı en fazla olan) sınıf son beşte birlik gruptur.

⁵ Bu tezin devamında kullanılan Kore ülkesi Güney Kore ülkesini kastetmektedir.

⁶ Nihai örneklemdaki muhasebe verileri 2005 ve 2014 yılları arasında ait iken fiyat verileri 2006 ve 2015 yılları arasına aittir.

Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli kullanılarak literatürde yaygınca kullanılan hem Mart sonu hem de Haziran sonu için hesaplanmış piyasa değerleri regresyonların bağımlı değişkenleri olarak modellere dahil edilmektedir. Regresyonların bağımlı değişkeni olan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin ölçüm aylarına göre farklı finansal kaldıraçlar kullanılmakta ve ilgili finansal kaldıraçlara göre alt örneklemeler (beşte birlikler) oluşturulmaktadır. Örneğin, Mart ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değerini kullanan modelde baz alınan finansal kaldıraç, bütün borçların Mart ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değeri ve bütün borçların toplamına oranı olarak hesaplanmakta iken Haziran ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değerini kullanan modelde baz alınan finansal kaldıraç, bütün borçların Haziran ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değeri ve bütün borçların toplamına oranı olarak hesaplanmaktadır.

Tezde uygulanan regresyon yöntemi sabit etkiler en küçük kareler (EKK) yöntemidir. Fakat tezin yöntemsel anlamda getirdiği yenilik, doğrudan kod vasıtasıyla sabit etkiler yöntemi uygulamak yerine manuel olarak bütün bağımlı ve bağımsız değişkenleri önce firma özelindeki sabit etkilerden, daha sonra firma özelindeki sabit etkilerden arındırılmış ara formları yıl özelindeki sabit etkilerden de arındırarak nihai regresyonlarda kullanmaktır. Böylelikle doğrudan kod vasıtasıyla sabit etkiler EKK yöntemi uygulandığında muhasebe verilerine ek olarak farklı kuklaların da açıklayıcı etkilerini regresyon R^2 değerlerine yansıtılmalarının önüne geçilmektedir. Ayrıca, bu yöntem ile, iki alt dönemdeki firma özelindeki sabit etkilerden ayrı ayrı arındırmak yerine bütün dönemler göz önünde tutularak firma özelindeki sabit etkilerden arındırma işlemi yapılmaktadır.

Bildiğimiz kadarıyla değer ilişkisi literatüründe çeşitli sermaye yapılarına göre değer ilişkisi henüz incelenen bir konu değildir. Bu sebeple bu tezin değer ilişkisi literatüründeki bu boşluğu dolduracağını düşünüyoruz. Aynı zamanda MIST ülkeleri, değer ilişkisi çalışmalarında bildiğimiz kadarıyla pek dikkat çekmeyen bir gelişmekte olan ülkeler grubumasıdır. Bu tezin MIST ülkelerine ait örneklemeleri kullanarak gelişmekte olan ülkeler için sunduğu sonuçların da bu tezin değer ilişkisi literatürüne yapacağı ikinci katkı olacağını umuyoruz. Literatürde regresyon katsayılarının kıyaslandığı çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir kısmında, regresyon katsayılarının daha yansız ve etkin olarak elde edilmesi adına firma/endüstri/ülke

ve/veya yıl kuklalarının kullanıldığı görülmektedir. Fakat kukla değişken eklemek, değer ilişkisi ölçütü olan R^2 değerlerinin doğrudan etkileyerek daha büyük R^2 değerlerine sebebiyet vermektedir. Firma ve yıl kukla değişkenlerinin etkilerine maruz kalmayan muhasebe verilerine ilişkin R^2 değerlerinin elde edilmesi adına bu tezde yöntem olarak manuel bir şekilde firma özelindeki ve yıl özelindeki etkilerden arındırma yapılmasının da literatüre yönetsel bir katkı sunacağını düşünüyoruz.

Tezin bundan sonraki kısımları takip eden sıralamayı izlemektedir. Tezin ikinci kısmı, değer ilişkisi tanımlarını ve seçilmiş literatürü sunmaktadır. Tezin üçüncü kısmında hipotez geliştirme ve ilgili argümanlar tartışılmaktadır. Tezin dördüncü kısmında, MIST ülkelerine ilişkin bilgiler verilmekte ve örneklem seçiminin nasıl yapıldığı açıklanmaktadır. Tezin beşinci kısmında değişkenler tanımlanmakta ve kullanılan modeller ile araştırma yöntemleri detaylı bir şekilde tartışılmaktadır. Tezin altıncı kısmında araştırma bulguları her ülke özelinde tek tek incelenmekte ve yorumlanmaktadır. Tezin son kısmı ise tezin temel bulgularını özetlemekte, tezin yeniliklerini ve literatüre katkılarını açıklamakta, tezin kısıtlarını ortaya koymakta ve gelecek araştırmalar için önerilerde bulunmaktadır.

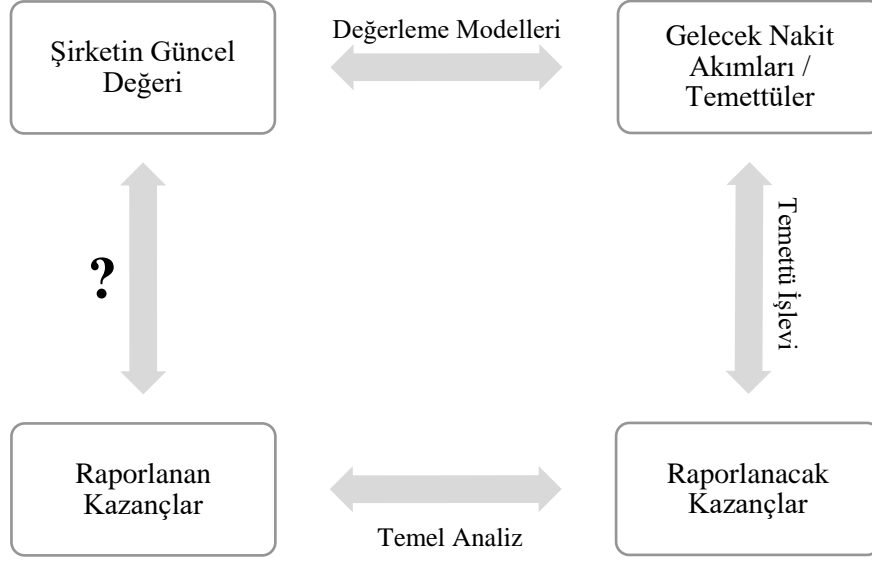
2 DEĞER İLİŞKİSİ TANIMLARI VE SEÇİLMİŞ LİTERATÜR

2.1 Değer İlişkisi Nedir?

Değer ilişkisi kavramının mevcut literatürde 1960'lı yılların sonlarından itibaren yoğun bir şekilde irdelendiği görülmektedir. Çeşitli yazarlarca (örneğin: Walker, 1997; Anandarajan ve diğ., 2006; Papadatos ve Bellas, 2011) bu kavrama ilişkin bilinen ilk çalışmanın Ball ve Brown (1968) tarafından yapıldığı belirtilmekte ise de kimi yazarlarca (örneğin: Barth ve diğ., 2001; Mulenga, 2016) ilk çalışmanın Miller ve Modigliani'ye (1966) ait olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, ilgili dönemde Beaver'in (1968) de konuya ilişkin bir çalışmasının olduğunun söylenmesinde fayda bulunmaktadır. Bahsi geçen üç çalışmada her ne kadar 'değer ilişkisi' kavramı net olarak ifade edilmese de araştırma konuları ve kullandıkları değişkenler açısından bu çalışmaların değer ilişkisi literatürünün başlangıç noktaları olarak kabul edilebileceği düşünülmektedir.

Günümüzde bilinen anlamda 'değer ilişkisi' kavramının ilk kez Amir ve diğ. (1993) tarafından literatüre kazandırıldığı, Barth ve diğ. (2001) tarafından belirtilmektedir. Değer ilişkisinin mevcut literatürde genel-geçer bir tanımı bulunmasa da değer ilişkisi kavramı hisse senedi getirileri ve/veya fiyatlarının çeşitli muhasebe verilerince açıklanabilirliği olarak düşünülebilir. Örneğin, Barth ve diğ. (2001), fiyatlarla muhasebe verileri arasında bir tahmin edilebilirlik olduğunda ilgili muhasebe verilerinin değer ilişkili olduğunu ifade etmektedir. Hail (2013) tarafından Beaver'den aktarılan ve Şekil 1'de gösterilen firma değeri, gelecek nakit akımları/temettüleri, raporlanacak kazançlar ve raporlanan kazançlar arasındaki ilişki, değer ilişkisi kavramının genel bir özeti niteliğindedir. Şekil 1'de soru işareti ile gösterilen raporlanan kazançlar ve firmanın güncel piyasa değeri arasındaki ilişki, değer ilişkisini ifade etmektedir.⁷

⁷ Tez çalışmamız boyunca kullanılacak kazançlar kelimesi, diğer kapsamlı gelir ve kapsamlı gelir haricindeki bütün karların (örneğin: net kar, olağandışı kalemler öncesi kar ve AR-GE giderleri düşülmemiş kar) yerine kullanılacaktır.



Şekil 1 Piyasa verileri ile muhasebe verileri arasındaki ilişki ve muhasebe verilerinin tahmin kapasitesi.
Kaynak: Beaver'den aktaran Hail (2013)

Değer ilişkisi kavramına ilişkin Francis ve Shipper (1999) tarafından getirilen dört alternatif yorum, kavramın açıklanması noktasında oldukça faydalı bilgiler sunmaktadır (ss. 325, 326, 327):

- “Finansal tablo bilgileri, gerçek (intrinsic) hisse senedi değerlerini yakalayarak hisse senedi fiyatlarının öncüleri olmaktadır. Bu bağlamda değer ilişkisi muhasebe bazlı alım-satım işlemlerinin yapılması sonucu ortaya çıkan kar ile ölçülebilmektedir.”
- “Finansal bilgiler bir değerlendirme modelindeki değişkenleri içeriyorsa ya da bu değişkenlerin tahmininde yardımcı oluyorsa değer ilişkileri bulunmaktadır. Yani indirgenmiş temettü modeli, indirgenmiş nakit akımı modeli ya da indirgenmiş artık kar modeli için kazançların değer ilişkisi gelecek temettüleri, nakit akımlarını, kazançları veya defter değerlerini tahmin edebilirliği ile ölçülebilmektedir.”
- “Değer ilişkisi, finansal tablo bilgilerinin piyasadaki toplam bilgi demetini değiştirebilme yeteneği olarak ölçülmektedir. Yani söz konusu bilgilerin aslında yatırımcılar tarafından kullanılıp kullanılmadığının istatistikî anlamda ifadesidir. Bu bağlamda değer ilişkisi yeni haberlerin, yatırımcıların beklentilerini revize etmelerini sağlamak suretiyle, hisse senedi fiyatlarında değişime sebep olması olarak ölçülmektedir.”

- “Değer ilişkisi, finansal tablo bilgilerinin, hisse senedi değerlerini etkileyen bütün bilgileri (kaynağı önemsenmeksizin) yakalayabilmesi veya özetleyebilmesi olarak ölçülmektedir. Yani değer ilişkisi, muhasebe bilgileri ve piyasa değeri ya da hisse senedi getirisi arasındaki uzun dönemli ilişki olarak da düşünülebilmektedir.”

2.2 Değer İlişikisine Dair Bilinen İlk Üç Çalışma

Bir önceki bölümde de bahsedildiği üzere değer ilişkisine ilişkin bilinen ilk üç çalışmanın, kronolojik sıra ile, Miller ve Modigliani (1966), Ball ve Brown (1968) ve Beaver (1968) tarafından yayınlandığı bilinmektedir. Bu bölümde bu üç çalışma detaylıca ele alınacaktır.

Miller ve Modigliani (1966) tarafından yapılan çalışmanın temel konusunun sermaye maliyeti olduğu anlaşılmaktadır.⁸ Yazarlar, 1954 ve 1957 yılları arasında elektrik üretim ve dağıtım endüstrisine (*electric utility industry*) ait 63 şirketin piyasa değerleri ile çeşitli sermaye kalemleri maliyetleri, aktif büyümesi ve kazançlar arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu çalışmada kazançların piyasa değeri üzerinde, analize konu her üç sene için de, istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif etkisi olduğu gösterilmektedir.^{9,10}

Ball ve Brown (1968) tarafından fiyatların bilinen bütün bilgileri yansıttığında fiyat değişimlerinin piyasadaki bilgi akışını yansıtacağı söylenmekte ve kazançların açıklanmasını müteakip hisse senedi fiyatlarında gözlemlenen değişimin kazanç rakamlarında bulunan bilgilerin yararlılığı konusunda bir kanıt sunacağı ifade edilmektedir. Yazarlar, örneklemelerini beklentinin üzerinde kazanç getiren gözlemler ve beklentinin altında kazanç getiren gözlemler olarak iki gruba ayırmakta ve 1946 ve 1966 yılları arası kazanç verileri olan firmaları veri setine dahil etmektedir. Belirtilen zaman aralığı, analiz periyodu olan 1957 ve 1965 yılları arasında beklenen hisse senedi getirilerinin hesaplanmasında kullanılmakta ve gerçekleşen getiriler ile beklenen

⁸ Bu yüzden literatürün büyük bir kısmı tarafından bu çalışmanın değer ilişkisi çalışmalarının başlangıç noktası olarak addedilmediğini düşünüyoruz.

⁹ Bu çalışmadaki kazançlar ve piyasa değeri, ilgili sermaye kalemleri maliyeti ayarlaması yapıldıktan sonraki kazançlar ve piyasa değeridir.

¹⁰ Bu çalışmada değer ilişkisi ile ilintili olabilecek başka bir kısım bulunmadığı için bu çalışmanın analizi hakkında daha detaylı bir bilgi sunmuyoruz.

getiriler arasındaki fark anormal performans endeksi olarak düşünülmektedir. Bu endeksin hesaplanmasında aylık fiyat hareketleri gözlemlenmekte ve bu endeks, finansal tabloların açıklanma tarihinden 12 ay önceki aylık hisse senedi fiyatı ile başlamakta ve açıklama tarihi ay sonu fiyatı ile sonlanmaktadır.¹¹ Ball ve Brown (1968), raporlanan kazançların aylık fiyat ile hesaplanan anormal getiri endeksi üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Beaver (1968) tarafından konu ile ilgili Ball ve Brown'unkine (1968) benzer sonuçlar ve öngörüler verilmekte; yatırımcıların kazançlara olan tepkileri, finansal tabloların açıklanma tarihleri civarındaki 17 haftalık (8 hafta öncesi ve 8 hafta sonrası) hacim ve fiyat hareketleri çerçevesinde incelenmektedir. Beaver (1968) tarafından, 1957 ve 1965 yılları arasındaki veri seti kullanılarak, fiyatların bütün piyasaya ait beklentilerin değişimini ve hacmin ise bireylerin beklentilerin değişimini yansıttığı belirtilmekte; açıklama dönemindeki fiyat ve hacimdeki belirgin değişimlerin yatırımcıların –diğer bilgilerden ziyade– kazançlara odaklanmalarından kaynaklandığı ifade edilmektedir.

Beaver'in (1968) ve Ball ve Brown'un (1968) çalışmalarının birbirini tamamlayıcı nitelikte oldukları görülmektedir. Örneğin, Beaver'in (1968) örneklemini finansal yıl kapanışı 31 Aralık olmayan firmalar oluşturmakta iken Ball ve Brown'un (1968) örneklemini finansal yıl kapanışı 31 Aralık olan firmalar meydana getirmektedir. Ayrıca Beaver'in (1968) getiri aralığının daha dar bir dönem olmasından ötürü bu çalışma bir nevi olay çalışması (*event study*) olarak düşünülebilecekken Ball ve Brown'un (1968) zaman aralığının çok daha uzun bir dönemi kapsadığı görülmektedir. Metodoloji ve örneklem olarak farklı olan bu iki çalışmanın ortak bulgulara ulaşmasının, bulguların sağlamlığı (*robustness*) açısından son derece önemli olduğu düşünülmektedir.

¹¹ Ball ve Brown (1968) tarafından hem kazançların zamanlaması (*timeliness*) hem de kazançların bilgi içeriğine (*information content*) ilişkin sonuçlar sunulmaktadır. Bu tezin konusu gereği yazarların yalnızca kazançların bilgi içeriğine dair ortaya koyduğu sonuçlar tartışılmakta, çalışmalarının mühim bir kısmını oluşturan kazançların zamanlamasına ilişkin bulguları sunulmamaktadır.

2.3 Seçilmiş Literatür

Bilinen ilk çalışmaların yayın yılı olarak belirtilen 1966'dan (Barth ve diğ., 2001; Mulenga, 2016) itibaren konuya ilişkin yapılan birçok araştırma bulunmaktadır. Holthausen ve Watts (2001) tarafından konuya ilişkin çalışmalar, göreceli ilişki çalışmaları (*relative association studies*), artımlı ilişki çalışmaları (*incremental association studies*) ve marjinal bilgi içerikli çalışmalar (*marginal information content studies*) olmak üzere üç ana başlıkta sınıflandırılmaktadır. Birinci grupta yer alan çalışmalar, farklı muhasebe standartlarına göre raporlanan muhasebe kalemlerinin hisse senedi fiyatları ya da getirileri üzerindeki açıklayıcılıklarını kıyaslamaktadır. Bu çalışmalarda değer ilişkisi indikatörü olarak regresyon sonucu elde edilen R^2 ya da ayarlı R^2 kullanılmakta ve değer ilişkisi kıyası bu regresyon çıktılarıyla birbirleriyle karşılaştırılması ile ortaya konulmaktadır. İkinci grupta yer alan çalışmalarda muhasebe kalemlerinin hisse senedi fiyatları ya da getirileri üzerindeki açıklama gücü analiz edilmektedir. Bu çalışmalarda regresyon sonucu elde edilen ilgili kalemin katsayısının istatistiki olarak anlamlı olması (genelde %10 istatistiki anlamlılık seviyesi ve üzeri) durumunda ilgili kalemin değer ilişkisinin bulunduğu ifade edilmektedir. Üçüncü sınıfta yer alan çalışmalarda ise bir muhasebe verisinin mevcut veri setine katkısının olup olmadığını inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalarda ilgili muhasebe verisinin raporlanmasının, mevcut durumdaki raporlanan veriye göre hisse senedi getirisi ya da fiyatı üzerindeki anlamlılığı, değer ilişkisi olarak yorumlanmaktadır. Holthausen ve Watts (2001), yaptıkları literatür taramasına konu olan çalışmaların yalnızca %6'sının son grupta bulunduğunu belirtmekte, bakiyenin ilk iki sınıfta yer aldığını ve çoğu çalışmanın ilk iki sınıfın kesişim kümesinde bulunduğunu göstermektedir.

Literatür taramamızda Holthausen ve Watts'ın (2001) son kategorisi çok az bir yüzde işgal ettiği için yazarların ilk iki gruplaması içinde kalan çalışmalar irdelenecek ve konularına göre bu iki sınıf detaylandırılarak mevcut literatür; değer ilişkisinde zaman içinde meydana gelen değişimleri inceleyen, uygulanan farklı finansal raporlama standartlarına göre değer ilişkisini kıyaslayan, farklı yasal ortamlardaki değer ilişkisini kıyaslayan ve çeşitli kriterlere göre gruplanan farklı sınıfların değer ilişkisini inceleyen çalışmalar olmak üzere dört ana başlıkta ele alınacaktır.

Bu tez çalışması, yukarıdaki paragrafta yapılan dörtlü sınıflandırmaya göre ilk ve son sınıfların içinde yer almaktadır.

2.3.1 Değer ilişkisinde zaman içinde meydana gelen değişimleri inceleyen çalışmalar

Bu sınıfta yer alan çalışmaların genellikle iki aşamada değer ilişkisini incelediği anlaşılmaktadır. İlk aşamada değer ilişkisi ölçütü olarak her yıl ya da dönem için R^2 ya da ayarlı R^2 değerleri elde edilmektedir. İkinci aşamada ise bu değerler bağımlı değişken ve yıllar ya da dönemler bağımsız değişken olmak üzere ikinci bir regresyon daha yapılmakta, bu regresyon sonucunda elde edilen yıl ya da dönem değişkeninin regresyon katsayısının %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bulunması halinde bu regresyon katsayısı pozitif/negatif ise değer ilişkisinde zamanla bir artışın/azalışın meydana geldiği yorumu yapılmaktadır. Eğer bahse konu regresyon katsayısı %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı raporlanmamışsa zaman içinde değer ilişkisinde istatistiki olarak kayda değer bir değişimin meydana gelmediği ifade edilmektedir.

Collins ve diğ. (1997), ABD firmalarına ait 1953-1993 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisinin zaman içinde değişimini analiz etmekte ve dönemin literatüründe iddia edilenin aksine değer ilişkisinin zaman içinde azalmadığını, hatta bir nebze de olsa arttığını ifade etmektedir. Ayrıca yazarlar, kazançların zaman içinde değer ilişkisinde meydana gelen azalışın büyüklüğünün ÖDD'nin zaman içinde değer ilişkisinde meydana gelen artışın büyüklüğünden daha az olduğunu; ÖDD'nin değer ilişkisinde meydana gelen artış kazançların değer ilişkisinde meydana gelen azalışı bastıracağı için toplam değer ilişkisinin zaman içinde arttığı sonucunu ortaya koymaktadır.

Francis ve Shipper (1999) tarafından ABD firmalarına ait 1952-1994 yılları arası veri seti kullanılarak değer ilişkisindeki zaman içindeki değişim incelenmektedir. Yazarların Getiri Modeli kullanarak elde ettikleri sonuçlar değer ilişkisinde yıllar içinde bir düşüşe işaret etmekte iken Fiyat Modeli kullanarak elde ettikleri sonuçlar

değer ilişkisinde zaman içinde bir artış meydana geldiğini göstermektedir.¹² Yazarlar, örneklemelerini teknoloji-yoğun ve teknoloji-yoğun olmayan sektörler olarak ikiye bölüp analizlerini yineleyerek yukarıda bahsi geçen sonuçları teyit etmektedir. Getiri Modeli sonuçlarına göre teknoloji-yoğun gruptaki zaman içindeki değer ilişkisinde meydana gelen düşüş, diğer gruptaki düşüşe göre daha büyük olsa da bu iki grup arasındaki düşüş farkı istatistiki olarak anlamlı raporlanmamaktadır. Fiyat Modeli sonuçlarına göre ise teknoloji-yoğun gruptaki zaman içindeki değer ilişkisinde meydana gelen artışın, diğer gruptaki artışa göre çok daha küçük olduğu ve bu iki grup arasındaki artış farkının istatistiki olarak anlamlı olduğu ifade edilmektedir. Özetle, yazarlar, Fiyat ve Getiri Modellerine göre zaman içindeki değer ilişkisinde meydana gelen değişimler için birbirini teyit etmeyen bulgulara ulaşmaktadır.

Collins ve diğ. (1997) ve Francis ve Shipper (1999) tarafından mevcut literatür ile aynı doğrultuda olmayan bulguların ortaya konulması üzerine, birçok çalışma benzer zaman aralığı ve örnekleme kullanarak ilgili yazarların analizlerini tekrarlamakta ve eleştirel sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu çalışmalardan en bilinen ikisinin Brown ve diğ. (1999) ile Easton ve Sommers'e (2003) ait olduğu görülmektedir. Brown ve diğ. (1999), ABD firmalarına ait 1958-1996 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisindeki zaman içindeki değişimi incelemekte ve Collins ve diğ. (1997) ile Francis ve Shipper (1999) tarafından ortaya konulan sonuçların ekonometrik olarak bazı sorunlar içerdiğini göstermektedir. Bu sorunların çözümü için kullanılan değişkenlerin ortak bir değer ile bölünmesini çözüm olarak getiren Brown ve diğ. (1999), bu çözümden sonra analizlerini tekrarlayarak değer ilişkisinin zaman içinde azaldığını ortaya koymaktadır. Easton ve Sommers (2003) da Brown ve diğ. (1999) tarafından getirilen çözüme benzer bir çözümle analizlerini ABD firmalarına ait 1963-1999 yılları arası veri setini kullanmak suretiyle yapmakta, değer ilişkisindeki değişimi analiz konusu yılları iki eşit parçaya bölerek göstermektedir. Easton ve Sommers'ın (2003) bulguları, ilk dönemki değer ilişkisinin ikinci dönemki değer ilişkisine göre daha yüksek olduğuna işaret etmektedir.¹³

¹² Easton ve Harris (1991) tarafından Getiri Modeli'nin, hisse senedi getirileri ile kazançların ve kazanç değişimlerinin arasındaki ilişkiyi analiz ettiği ifade edilmektedir. Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli ise hem kazançların hem de ÖDD'nin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır.

¹³ Bu farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı belirtilmemektedir.

Dontoh ve diğ. (2004) tarafından ABD firmalarına ait 1983-2000 yılları arası veri seti kullanılarak değer ilişkisindeki değişimde etkili olan faktörler incelenmektedir. Analiz konusu yılları üç eşit döneme bölen yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullanarak dönemler boyu değer ilişkisinin azaldığını göstermektedir. Ayrıca bu çalışmada ilk ve son dönemki değer ilişkisi arasında yarı yarıya bir fark olduğu gösterilse de bu azalışların istatistiki kıyası yapılmamaktadır. Yazarların her üç alt dönem için de elde ettikleri kazançların regresyon katsayısının birbirlerine yakın olduğu görülmekte iken son dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının, ilk (ikinci) alt dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının iki (üç) katı civarında olduğu da anlaşılmaktadır.¹⁴ Bu çalışmada regresyon katsayıları arasında istatistiki kıyas da bulunmamaktadır.

Thinggaard ve Damkier (2008), 1983-2001 yılları arasına ait Danimarka firmalarına ait veri setini kullanarak değer ilişkisinde zaman içinde meydana gelen değişimin istatistiki olarak anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır.¹⁵ Diğer bir deyişle, yazarlar, yukarıda da detaylıca tartışıldığı üzere ABD firmalarını örneklem olarak kullanan çalışmaların ortaya koyduğunun aksine, zaman içinde değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir azalış meydana geldiğine dair herhangi bir kanıt bulamadıklarını ifade etmektedir. Ayrıca yazarlar, örneklemelerini toplam varlıklara göre büyük ve küçük firmalar olarak gruplayarak analizlerini yinelemekte ve değer ilişkisinde bu gruplar için de zamanla istatistiki olarak bir değişim kaydedilmediğini göstererek sonuçlarını teyit etmektedir.

Gjerde ve diğ. (2011), Norveç firmalarına ait 1965-2004 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisinin zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde azalmadığını raporlamaktadır. Yazarların Fiyat Modeli'ni kullanarak elde ettiği regresyon sonuçları, ÖDD'nin ve kazançların -ayrı ayrı- değer ilişkisinin zaman içinde azalış göstermediğine işaret etmektedir. Ayrıca yazarların Getiri Modeli'ni kullanarak elde ettiği regresyon sonuçları ise -ABD firmalarını örneklem olarak kullanan literatürün aksine- bazı dönemler boyunca kazançların ve kazançlardaki değişimin -

¹⁴ Bu çalışmaya ilişkin yapılan regresyon katsayıları yorumunda, zarar kuklasının ilgili katsayı üzerindeki çarpan katsayısının etkisi düşünülmemektedir. Zarar kuklaları çarpanlarına ilişkin katsayılar da kazançların ve ÖDD'nin regresyon katsayıları için yapılan yorumlarla paralellik göstermektedir.

¹⁵ Bu çalışmaya ilişkin verilen sonuçlar kazançlardaki değişimler için elde edilen değer ilişkisine aittir.

ayrı ayrı- değer ilişkilerinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığını ortaya koymaktadır.

Hail (2013), 1981-2008 yılları arası 40 ülkeyi kapsayan bir veri setini kullanarak değer ilişkisindeki zamanla meydana gelen değişimleri analiz etmektedir. Yazar, Getiri Modeli'ni kullanarak bütün zamanlar için değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde azaldığını göstermektedir. Ayrıca Hail (2013), Getiri Modeli için, analiz konusu zaman dilimini iki eşit döneme bölmekte ve ilk dönem için değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir azalış raporlamakta iken ikinci dönem için değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı herhangi bir değişim gözlemlenmediğini belirtmektedir. Çalışmada Fiyat Modeli kullanılarak elde edilen sonuçlar da sunulmakta ve bütün bir zaman dilimi için değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı herhangi bir değişim bulunmadığı gösterilmektedir. Benzer bir şekilde analiz konusu zaman dilimi iki eşit döneme bölündüğünde ilk dönem için değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir azalış raporlanmakta iken ikinci dönem için değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir artış gözlemlendiği ifade edilmektedir. Her iki Model'in de ortak bulgusunun, ilk dönemde değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir azalış göstermesi olduğu anlaşılmaktadır. Fakat modeller ikinci dönemde birbirini teyit etmeyen sonuçlar ortaya koymaktadır.

Pervan ve Bartulovic (2014), dört eski Yugoslavya ülkesine (Bosna Hersek, Hırvatistan, Sırbistan ve Slovenya) ait 2005-2010 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisinin yıllar içindeki değişimini incelemektedir. Bu çalışmada her ülke ve her yıl için değer ilişkisi verilmekte, fakat değer ilişkisindeki değişimin istatistiki analizi yapılmamaktadır. Her ülke için yıllık değer ilişkisi indikatörü oynaklık göstermekte ve çalışma dahilindeki analiz konusu yıllar sınırlı ve örneklem büyüklüğü az olduğu için değer ilişkisindeki değişime yönelik net bir betimleyici bir yorum yapılamamaktadır.¹⁶ Genel bir yorum olarak oynaklığın en fazla olduğu borsanın Banja Luka Borsası (Bosna Hersek) ve en düşük olduğu borsanın Ljubljana Borsası (Slovenya) olduğu söylenebilmektedir. Analiz konusu beş borsa endeksinin üçünde en yüksek değer ilişkisinin 2006 yılında gözlemlendiği de çalışma sonuçlarından anlaşılmaktadır.

¹⁶ Analiz konusu beş sene boyunca her ülke için en yüksek ve en düşük ayarlı R^2 değerleri arasındaki farkı oynaklık olarak düşünüyoruz.

Rehman ve Shehzad (2014) tarafından Pakistan firmalarına ait 2006-2010 yılları arası veri seti kullanılarak değer ilişkisinin zaman içindeki değişimi incelenmekte, fakat değer ilişkisindeki zaman içinde meydana gelen değişimin istatistiki karşılaştırması yapılmamaktadır. Genel bir yorum olarak, 2009 yılındaki değer ilişkisinde meydana gelen sıçrama görmezden gelindiğinde analiz konusu dönemler boyunca değer ilişkisinin azalan bir trend kanalı içinde hareket ettiği söylenebilmektedir.

2.3.2 Uygulanan farklı finansal raporlama standartlarına göre değer ilişkisini kıyaslayan çalışmalar

Bu sınıfta yer alan çalışmalarda ya farklı standartlar için elde edilen R^2 ya da ayarlı R^2 değerleri kıyaslanarak standartların değer ilişkisi açısından birbirlerine üstünlüğü araştırılmakta ya da farklı standartlara göre raporlanan muhasebe kalemlerinin regresyon katsayıları karşılaştırılarak standartların değer ilişkisi açısından birbirlerine üstünlüğü incelenmektedir.

Bartov ve diğ. (2005), 1998-2000 yılları arası Alman firmalarına ait veri setini kullanarak Alman GKGMS, Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) ve Amerikan GKGMS baz alınarak raporlanan kazançların değer ilişkisini kıyaslamaktadır.¹⁷ Getiri Modeli kullanılan bu çalışmada elde edilen sonuçlar, Alman GKGMS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisinin, diğer iki standart bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisine göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha az olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca yazarlarca Amerikan GKGMS ve UMS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisi açısından birbirlerinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde farklı olmadıkları da gösterilmektedir. Bu sonuçların büyük ölçekli firmalar, küçük ölçekli firmalar ve kar elde eden firmalar için geçerli olduğu da belirtilmektedir. Fakat yazarlar, zarar eden firmalar için her üç muhasebe rejimine göre raporlanan kazançların da hisse senedi getirileri üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Yani zarar eden firmaların kazanç değerlerinin -hangi muhasebe rejimine göre raporlanırsa raporlansın- değer ilişkisinin bulunmadığının altı çizilmektedir.

¹⁷ Bartov ve diğ. (2005), Alman firmalarının 1998'den itibaren Alman GKGMS bazlı raporlama yapma yükümlülüklerinin kalktığını ve Alman firmalarının bu üç standarttan herhangi birini baz alarak raporlama yapmalarının Parlamento tarafından ihtiyari bırakıldığını belirtmektedir.

Gassen ve Sellhorn (2006) tarafından 1998-2004 yılları arası Alman firmalarına ait veri seti kullanılarak Alman GKGMS ve UMS bazlı raporlamanın değer ilişkisi karşılaştırılmaktadır. Yazarlar, Getiri Modeli'ni kullanarak UMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinin Alman GKGMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinden büyük olduğunu, fakat bu her iki standart arasındaki değer ilişkisi farkının istatistiki olarak anlamlı raporlanmadığını ortaya koymaktadır.¹⁸ Ayrıca bu çalışmada Alman GKGMS bazlı raporlanan kazançların (kazançlardaki değişimin) regresyon katsayısının her ne kadar UMS bazlı raporlanan kazançların (kazançlardaki değişimin) regresyon katsayısına göre daha büyük olduğu görülse de regresyon katsayıları arasında istatistiki olarak bir kıyas yapılmamaktadır.

Lapointe-Antunes ve diğ. (2006) tarafından 1997-2001 yılları arası İsviçre firmalarına ait veri seti kullanılarak İsviçre GKGMS ve UMS ya da Amerikan GKGMS bazlı raporlamanın değer ilişkisi karşılaştırılmaktadır. Bu makalenin temel konusu iki farklı muhasebe rejimi (İsviçre GKGMS ve diğerleri) altında elde edilen isteğe bağlı tahakkukların (*discretionary accruals*) karşılaştırılması olduğu için çalışmada yalnızca bu bileşene ilişkin istatistiki kıyas yapılmaktadır. Ayrıca değer ilişkisinde kullanılan kazanç kaleminin isteğe bağlı tahakkuklar düşülerek elde edildiği görülmekte, ÖDD ve ayarlanmış kazanç kalemine ek olarak isteğe bağlı tahakkukların da Fiyat Modeli regresyonuna dahil edildiği görülmektedir. Yazarlar, İsviçre GKGMS bazlı raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının, diğer standartlar baz alınarak raporlanan ÖDD katsayısının beşte birinden daha az olduğunu; İsviçre GKGMS bazlı raporlanan ayarlanmış kazançların regresyon katsayısının, diğer standartlar baz alınarak raporlanan ayarlanmış kazançların katsayısının yaklaşık olarak iki katı olduğunu belirtmektedir. Fiyat Modeli'ne isteğe bağlı tahakkukların da eklenerek elde edilen toplam değer ilişkisinin İsviçre GKGMS bazlı raporlamada diğer gruba göre biraz daha fazla olduğu belirtilmektedir. Bu çalışmada isteğe bağlı tahakkukların katsayı karşılaştırılması hariç herhangi bir istatistiki farklılık analizi uygulanmadığı için bu çalışmaya ilişkin verilen bütün sonuçlar betimleyici niteliktedir.

Hung ve Subramanyam (2007) tarafından 1998-2002 yılları arası Alman firmalarına ait veri seti kullanılarak Alman GKGMS ve UMS baz alınarak raporlanan

¹⁸ Bu çalışmada değer ilişkisi kıyası olarak her iki raporlama tipi için uygulanan regresyon sonuçlarının artık terimlerinin istatistiki olarak karşılaştırılmasının yapıldığı anlaşılmaktadır.

kazançların, ÖDD'nin ve toplam değer ilişkisinin karşılaştırılması yapılmaktadır. Çalışmada UMS bazlı raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının Alman GKGMS bazlı raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde fazla olduğu; yani UMS bazlı raporlanan ÖDD'nin değer ilişkisinin Alman GKGMS bazlı raporlanan ÖDD'nin değer ilişkisinden daha fazla olduğu gösterilmektedir. Kazançlar için ise tam tersi bir durum ortaya konulmakta, UMS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisinin Alman GKGMS bazlı raporlanan kazançların değer ilişkisinden daha az olduğunun altı çizilmektedir. Yazarlar, Alman GKGMS bazlı raporlama için elde edilen değer ilişkisinin Alman GKGMS bazlı raporlama için elde edilen değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha büyük olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

Barth ve diğ. (2008) tarafından 1994-2003 yılları arası 21 ülkeye ait veri seti kullanılarak UMS bazlı raporlamanın, yerel GKGMS bazlı raporlamaya göre değer ilişkisi incelenmektedir. Fiyat Modeli'ni kullanan yazarlar, UMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinin yerel GKGMS bazlı değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha büyük olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Ayrıca UMS örneklemindeki firmaların UMS öncesi dönemdeki değer ilişkisi ile UMS raporlaması yapmayan firmaların aynı dönemdeki değer ilişkisini de karşılaştırmakta ve iki örneklem arasında istatistiki olarak anlamlı bir değer ilişkisi farkı raporlamamaktadır. Yani yazarlar, diğer bir deyişle, UMS örneklemindeki UMS sonrası raporlanan istatistiki olarak büyük değer ilişkisinin firma özelindeki etkenlerden kaynaklanmadığını, aksine UMS ile birlikte bu değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığı sonucunu ortaya koymaktadır.

Paanen ve Lin (2009), 2000-2006 yılları arası Alman firmalarına ait veri setini kullanarak UMS bazlı raporlama dönemindeki (2000-2002), Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) bazlı gönüllü raporlama yapılan dönemdeki (2003-2004) ve UFRS bazlı zorunlu raporlama yapılan dönemdeki (2005-2006) değer ilişkilerini karşılaştırmaktadır. Bu çalışma her ne kadar farklı standartların değer ilişkisindeki üstünlükleri kıyaslamasa da temel olarak aynı standartlar setinin farklı versiyonlarını karşılaştırdığı için tezin bu başlığı altında tartışılmaktadır. Yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullanarak UMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinin, diğer iki dönemde elde edilen değer ilişkilerinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde büyük

olduğunu göstermektedir. Ayrıca çalışmada ikinci dönemki değer ilişkisinin en düşük olduğu ve zorunlu UFRS uygulaması ile değer ilişkisinin biraz da olsa artış gösterdiği belirtilse de bu iki dönem arası değer ilişkisinin istatistiki olarak kıyasına değinilmemektedir.

Morais ve Curto (2009) tarafından 2000-2005 yılları arası 14 AB üyesi ülke firmalarına ait veri seti kullanılarak zorunlu UFRS uygulamasının değer ilişkisi üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullanarak, bütün örneklem için, zorunlu UFRS uygulaması ile yapılan raporlamanın değer ilişkisinin en fazla olduğunu ve yerel GKGMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinin gönüllü UFRS uygulaması ile yapılan raporlamanın değer ilişkisine göre daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmada, bütün örneklem için, yerel GKGMS bazlı raporlanan kazançların regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde negatif olduğu, gönüllü UFRS uygulaması bazlı raporlanan kazançların regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve zorunlu UFRS uygulaması bazlı raporlanan kazançların regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif olduğu gösterilmektedir. Her üç raporlama çeşidi için de ÖDD'nin regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif olduğu da bu çalışmada raporlanmaktadır. Ayrıca yazarlar, her ülke için zorunlu UFRS uygulamasına geçişin ve yerel GKGMS ile UFRS arasındaki uygulama farklılıklarının fazlalığının toplam değer ilişkisini istatistiki olarak anlamlı bir şekilde artırdığını da göstermektedir. Çalışmanın ikinci aşamasında yazarlar, her ülke için R^2 değerlerini elde etmekte ve bu değerleri bağımlı değişken olarak kullanmaktadır. Zorunlu UFRS uygulamasını kapsayan yıllar için kukla değişkeni kullanan yazarlar, bu kuklanın bağımlı değişken olan R^2 değerleri üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir pozitif etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle, zorunlu UFRS uygulaması ile birlikte değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir artış meydana geldiği anlaşılmaktadır.

Devalle ve diğ. (2010), beş batı Avrupa ülkesine ait 2002-2007 yılları arası veri setini kullanarak UFRS uygulaması ile birlikte yerel GKGMS'lere göre değer ilişkisinde meydana gelen değişimi incelemektedir. Yazarlar, her ne kadar bütün örneklem için toplam değer ilişkisinin UFRS uygulaması ile birlikte istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığını gösterse de tek tek ülke bazlı yaptıkları analiz sonuçları bu sonucun yalnızca Fransa ve Birleşik Krallık için geçerli olduğunu göstermektedir.

Yani tam tersi bir durum Almanya, İspanya ve İtalya için raporlanarak bu ülkeler için toplam değer ilişkisinin UFRS uygulaması ile birlikte istatistiki olarak anlamlı bir şekilde azaldığı sonucu ortaya konulmaktadır. Ayrıca, ÖDD'nin regresyon katsayısında -bütün örneklem için- UFRS uygulaması ile birlikte bir düşüş kaydedilmekte ve bu sonucun Birleşik Krallık hariç diğer dört ülke için geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Kazançların regresyon katsayısının ise -bütün örneklem için- UFRS uygulaması ile birlikte artış gösterdiği ve bu sonucun İtalya hariç diğer dört ülke için geçerli olduğu gösterilmektedir.¹⁹

Chalmers ve diğ. (2011) tarafından Avustralya firmalarına ilişkin 1990-2008 yılları arası veri seti kullanılmakta ve analiz konusu yıllar yerel GKGMS dönemi (1990-2004), UFRS geçiş yılı (2005) ve UFRS dönemi (2006-2008) olarak üç alt dönemde incelenmektedir. Yazarlar, ÖDD'nin regresyon katsayılarının her üç dönem için de istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadıklarını raporlamaktadır. Ayrıca kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemden geçiş dönemine geçerken istatistiki olarak anlamlı bir şekilde arttığı, fakat geçiş yılı ile UFRS dönemi arasındaki regresyon katsayılarının istatistiki olarak birbirinden farklı olmadığı da ortaya konulmaktadır. Çalışma dahilinde kullanılan örneklem piyasa değerlerine göre küçük ve büyük ölçekli firmalar olarak ikiye bölünmekte, sonrasında her iki grup da kendi içlerinde sanayi firmaları, madencilik firmaları ve finansal firmalar olarak üç ana başlıkta analiz edilmektedir. Bu genişletilmiş analiz sonuçları -birkaç istisna dışında- genel analiz sonuçlarını teyit etmektedir. Büyük ve küçük ölçekli madencilik firmaları ile büyük ölçekli finans firmalarında her üç dönemki kazançların regresyon katsayılarının istatistiki olarak birbirlerinden farklı olmadıkları raporlanmaktadır. Ayrıca küçük ölçekli madencilik firmaları için ÖDD'nin geçiş dönemindeki regresyon katsayısının, bir önceki dönemki regresyon katsayısına göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde büyük olduğu da gösterilmektedir.

Barth ve diğ. (2012), 27 ülkeye ait 1992-2009 yılları arası veri setini kullanarak UFRS uygulaması öncesi ve sonrası ile Amerikan GKGMS arasındaki değer ilişkisini

¹⁹ Bu çalışmaya ilişkin sunulan sonuçlar Fiyat Modeli'ne ilişkindir. Getiri Modeli için de her ülkede farklı bir sonuç elde edildiği için Getiri Modeli'ne ilişkin sonuçları sunmamayı uygun görüyoruz. Ayrıca çalışmada regresyon katsayılarının istatistiki karşılaştırmasının yapılmadığı için regresyon katsayılarının istatistiki olarak %10 veya daha yüksek anlamlılık seviyesinde olmalarını betimsel olarak değer ilişkisinin varlığı olarak değerlendiriyor ve katsayılarıdaki artış ve azalışı bu perspektifte yorumluyoruz.

karşılaştırmaktadır. Bu çalışma UFRS öncesi ve sonrası dönemi doğrudan kıyaslamak yerine kıyas ölçütü olarak Amerikan GKGMS seçmekte ve UFRS öncesi dönemdeki Amerikan GKGMS ile diğer GKGMS'ler değer ilişkisi farkı ile UFRS dönemindeki Amerikan GKGMS ile UFRS arasındaki değer ilişkisi farkını kıyaslaması açısından yöntem olarak diğer çalışmalardan farklılık göstermektedir. Yazarların Fiyat ve Getiri Modelleri, Amerikan GKGMS'nin değer ilişkisinin hem yerel GKGMS'lerin hem de UFRS'nin değer ilişkisine göre daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Fakat her iki model de Amerikan GKGMS ile UFRS arasındaki değer ilişkisi farkının, Amerikan GKGMS ile yerel GKGMS'ler arasındaki değer ilişkisi farkından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha az olduğunu göstermektedir. Dahası, Getiri Modeli sonuçları, Amerikan GKGMS ile UFRS arasındaki değer ilişkisi farkının istatistiki olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Özetle, bu çalışmadan Amerikan GKGMS'nin değer ilişkisinin en fazla olduğu ve UFRS bazlı raporlamanın, yerel GKGMS'lere kıyasla, değer ilişkisi açısından Amerikan GKGMS'ye daha yakın sonuçlar verdiği anlaşılmaktadır.

Lin ve diğ. (2012) tarafından 2000-2004 yılları arası Amerikan GKGMS bazlı raporlama yapan ve 2006-2010 yılları arası Amerikan GKGMS'den UFRS bazlı raporlamaya geçen Alman şirketlerine ilişkin veri seti kullanılarak her iki standardın değer ilişkisi karşılaştırması yapılmaktadır. Getiri Model kullandıkları bu çalışmada Amerikan GKGMS bazlı raporlamanın değer ilişkisinin UFRS bazlı raporlamanın değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğunu belirten yazarlar, Amerikan GKGMS bazlı raporlanan kazançların ve kazançlardaki değişimlerin regresyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde UFRS bazlı raporlanan kazançların ve kazançlardaki değişimlerin regresyon katsayılarından daha fazla olduğunu da göstermektedir.

Choi ve diğ. (2013) tarafından Birleşik Krallık firmalarına ait 2003-2007 yılları arası veri seti kullanılarak analist kazanç tahminlerinin değer ilişkisi analiz edilmektedir. Yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullandıkları bu çalışmada, analist kazanç tahminlerini, yatırımcılar tarafından algılanamayan bazı muhasebe bilgilerinin açığa çıkarılması olarak değerlendirmekte ve UFRS uygulaması sonrası analist kazanç tahminlerinin değer ilişkisindeki azalmayı ve buna paralel olarak raporlanan kazançların değer ilişkisindeki artışı, raporlamanın değer ilişkisindeki artış olarak

düşünmektedir. Yazarların değer ilişkisindeki değişimlere ilişkin bu yaklaşımları, bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran bir unsur olarak göze çarpmaktadır. Yazarların bulguları, UFRS uygulamasından sonra analistlerin kazanç tahminlerindeki değer ilişkisinin azaldığına ve raporlanan kazançların değer ilişkisinin arttığına işaret etmektedir. Diğer bir deyişle, bu bulgular, UFRS uygulaması ile yalnızca analistlerin algılayabildiği bazı muhasebe bilgilerinin yatırımcılar tarafından da anlaşıldığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Chebaane ve Othman (2014) tarafından gelişmekte olan 7 ekonomiye ait 1998-2012 yılları arası veri seti kullanılarak UFRS bazlı raporlamanın değer ilişkisi ile yerel GKGMS bazlı raporlamanın değer ilişkisi kıyaslanmaktadır. Yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullanarak, UFRS bazlı değer ilişkisinin yerel GKGMS'lerin değer ilişkisine göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu çalışmada ÖDD'nin regresyon katsayısının her iki muhasebe rejimi için de yaklaşık olarak aynı olduğu gösterilmekte; fakat UFRS bazlı raporlanan kazançların regresyon katsayısının ,yerel GKGMS bazlı raporlanan kazançların regresyon katsayısının dört katı civarında olduğu da ortaya konulmaktadır.

2.3.3 Farklı yasal ortamlardaki değer ilişkisini kıyaslayan çalışmalar

Farklı yasal ortamlardaki değer ilişkisini kıyaslayan çalışmalarda La Porta ve diğ. (1998) tarafından yapılan Hukuk Sistemleri sınıflandırmasının temel alınarak farklı Hukuk Sistemlerinin değer ilişkilerinin kıyaslandığı anlaşılmaktadır. La Porta ve diğ. (1998), var olan hukuk sistemlerini Anglo-Sakson Hukuk Sistemi (*Common Law*), Alman Hukuk Sistemi (*German Civil Law*), Fransız Hukuk Sistemi (*French Civil Law*) ve İskandinav Hukuk Sistemi (*Scandinavian Civil Law*) olarak dört ana başlıkta incelemektedir.²⁰ Bu çalışmada bir hisse bir oy, yıllık genel kurul toplantılarından önce hisse senetlerinin bloke edilmemesi, azınlık paylarının konuşma hakkı, rüçhan hakları, zorunlu temettü dağıtımı, kreditor hakları ve yargı sisteminin etkinliği gibi temel hususlara göre Hukuk Sistemleri analiz edilmektedir. Çalışmada, kreditor hakları konusunda en düşük korumanın Fransız Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerde bulunduğu ve en yüksek korumanın ise Anglo-Sakson Hukuk

²⁰ Literatürde sıklıkla geçen *Code Law* ve *Civil Law* ifadelerinin genel olarak birbirleri yerine kullanıldıkları ve *Common Law* olmayan Hukuk Sistemlerini tanımladıkları bilinmektedir.

Sistemi ve Alman Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerde bulunduğu belirtilmektedir. Ayrıca bu çalışmada yatırımcı hakları konusunda en düşük korumanın Fransız Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerde bulunduğu ve en yüksek korumanın ise Anglo-Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelere bulunduğu da altı çizilmektedir.²¹

Bu sınıfta yer alan çalışmalarda değer ilişkisinin iki şekilde incelendiği anlaşılmaktadır. Bunlardan ilki, örneklem ülkelerini Hukuk Sistemlerine göre ikiye ya da daha fazla sınıfa ayırarak sınıflar arası toplam değer ilişkisini ya da belirli muhasebe kalemlerinin değer ilişkilerini inceleyen çalışmalardır. İkinci kategoride bulunmakta olan çalışmalarda ise Hukuk Sistemleri kuklasından regresyonlarda istifade edildiği görülmekte, bu kuklanın anlamlı raporlanması ilgili Hukuk Sisteminin değer ilişkisinin diğer Hukuk Sistemlerinin değer ilişkisine göre istatistiki olarak üstünlüğü şeklinde yorumlanmaktadır.²² Ayrıca, Hukuk Sistemleri kuklasının regresyona dahil olan muhasebe değişkenlerine çarpan olarak eklendiği çalışmalar da ikinci kategoride yer almaktadır. Bu çalışmalarda çarpanın anlamlı raporlanması, ilgili Hukuk Sisteminin ilgili muhasebe kaleminin değer ilişkisinin diğer Hukuk Sistemlerinin ilgili muhasebe kaleminin değer ilişkisine göre istatistiki olarak üstünlüğü şeklinde yorumlanmaktadır.

Ali ve Hwang (2000), 16 ülkedeki sanayi firmalarına ait 1986-1995 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisi kıyası yapmaktadır. Yazarlar, doğrudan Hukuk Sistemlerini baz alarak değer ilişkisi kıyası yapmasalar da çalışmanın sonuçları Hukuk Sistemlerine göre sahip olunan çeşitli kriterlerce değer ilişkisi farklılıklarını sunmaktadır. Bu çalışmada Hukuk Sistemlerinin Anglo-Sakson Hukuk Sistemi ve Kara Avrupası Hukuk Sistemi olarak düşünüldüğü ve çalışma sonuçlarına ilişkin bilgiler veren bu paragrafın son cümlesindeki parantezler içinde yer alan her bir değişkenin kuklalar olarak regresyonlara dahil edildiği anlaşılmaktadır. Bu regresyonlardaki bağımlı değişkenlerin, her ülke elde edilen toplam değer ilişkisi ile eşlenen 100 ABD firmasının toplam değer ilişkisi arasındaki farklar olduğu görülmektedir. Yazarlar bu farkları hem Fiyat Modeli hem de Getiri Modeli sonucu

²¹ La Porta ve diğ. (1998) tarafından konuya ilişkin birçok boyut detaylıca ele alındığı için bu paragrafta bu çalışma genel hatlarıyla özetlenmektedir.

²² Literatürde genellikle bu kukla, Anglo-Sakson Hukuk Sistemi için 1 ve diğerleri için 0 olarak düşünülmektedir.

elde edilen R^2 değerlerini kullanarak hesaplamaktadır. Çalışmada finansal sistemleri banka odaklı olan ülkelerdeki (özel sektörün muhasebe standartları belirleme sürecine dahil olmadığı ülkelerdeki) [muhasebe uygulamalarının Kıta Avrupası uygulamalarını takip ettiği ülkelerdeki] {vergi yasalarının raporlamada daha etkin olduğu ülkelerdeki} değer ilişkisinin, finansal sistemleri piyasa odaklı olan ülkelerdeki (özel sektörün muhasebe standartları belirleme sürecine dahil olduğu ülkelerdeki) [muhasebe uygulamalarının Anglo-Amerikan modeli takip ettiği ülkelerdeki] {vergi yasalarının raporlamada daha az etkin olduğu ülkelerdeki} değer ilişkisine göre daha düşük olduğu gösterilmektedir.

Arce ve Mora (2002) tarafından 8 batı Avrupa ülkeleri firmalarına ait 1990-1998 yılları arası veri seti kullanılarak muhasebe kalemlerinin değer ilişkisi her ülke için ayrı ayrı analiz edilmektedir. Yazarlar Hollanda ve Birleşik Krallık'ı Anglo-Sakson Hukuk Sisteminin egemen olduğu ülkeler ve diğer ülkeleri Kara Avrupası Hukuk Sisteminin egemen olduğu ülkeler olarak değerlendirmektedir. Her ne kadar istatistiki olarak iki sistem arası değer ilişkisi kıyaslaması yapılmassa da Fiyat Modeli'ne göre hesaplanmış (kazançlar ve ÖDD) değer ilişkisinin en düşük çıktığı iki ülkenin Almanya ve Birleşik Krallık olduğu görülmektedir. Fiyat Modeli'ne göre olağandışı kalemler öncesi kazançlar ve ÖDD bağımlı değişkenleri kullanılarak raporlanan değer ilişkisinde de Birleşik Krallık sondan üçüncü ülke konumundadır. Belçika ve İtalya'da her iki kazanç çeşidi ile ÖDD'nin değer ilişkisi arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığı gösterilmekte; Almanya, İsviçre ve İspanya'da ÖDD'nin değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde her iki çeşit kazanç kaleminden de daha büyük olduğu ifade edilmektedir.²³ Genellikle Kara Avrupası Hukuk Sistemi'nde Almanya ile birlikte düşünülen Fransa'da ise her iki kazanç kaleminin değer ilişkisinin ÖDD'nin değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğu ve bu durumun Hollanda için de geçerli olduğu gösterilmektedir. Birleşik Krallık için ise ÖDD'nin değer ilişkisinin, kazançların (olağandışı kalemler öncesi kazançların) değer ilişkisinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde büyük (küçük) olduğu da ortaya konulmaktadır.

²³ Almanya ve İspanya'da her iki kazanç çeşidinin de regresyon katsayıları istatistiki olarak anlamlı değildir.

Ball ve diğ. (2003) tarafından 4 uzak doğu ülkesi (Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayland) firmalarına ait 1984-1996 yılları arası veri seti kullanılarak değer ilişkisi kıyası yapılmaktadır. Yazarlar, bu dört ülkeyi eski Britanya kolonileri olmalarından ve uzunca bir süre boyunca İngiliz etkisi altında kalmalarından dolayı seçmekte ve bu dört ülkeyi Asya kategorisi olarak incelemektedir. Ball ve diğ. (2000) tarafından yapılan çalışmadaki Anglo-Sakson Hukuk Sistemi ve Kıta Avrupası Hukuk Sistemi ülkelerindeki değer ilişkisini kıstas olarak kabul eden Ball ve diğ. (2003), Getiri Modeli'ni kullanarak Asya kategorisinin toplam değer ilişkisinin Kıta Avrupası Hukuk Sistemi ülkelerinin toplam değer ilişkisine yakın fakat bu değerden büyük olduğunu, ayrıca Asya kategorisinin toplam değer ilişkisinin Anglo-Sakson Hukuk Sistemi ülkelerindeki değer ilişkisinin neredeyse yarısı kadar olduğunu da ortaya koymaktadır. Ayrıca yazarlar, Tayland hariç kazançlardaki değişimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamlı olmadığını da göstermektedir. Asya kategorisi için kazançların ve kazançlardaki değişimin t değerleri (istatistiki anlamlılık seviyesi) her ne kadar %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı raporlansa da Asya kategorisinin her iki değişken için de raporlanan t değerlerinin, hem Anglo-Sakson Hukuk Sistemi hem de Kıta Avrupası Hukuk Sistemi ülkeleri için her iki değişken için de raporlanan t değerlerinden daha az olduğu görülmektedir. Yazarların değer ilişkisi konusuna ek olarak sundukları diğer analizleri, Asya kategorisinin Kıta Avrupası Hukuk Sisteminden daha olumsuz sonuçlara sahip olduğunu göstermektedir. Bütün bunları bir araya getiren yazarlar, yöneticiler ve denetçiler için teşvik edici unsurları (*incentives*) görmezden gelerek standartlara göre yapılan ülke sınıflandırmasının doğru bir yaklaşım olmadığını ifade etmektedir.

Brown ve diğ. (2006), 20 ülkenin firmalarına ait 1993-2004 yılları arası veri setini kullanarak değer ilişkisinin tahakkuklar ile olan ilişkisini incelemektedir. Bu çalışmada doğrudan farklı hukuk sistemlerine göre değer ilişkisi kıyası yapılmasa da analiz konusu ülkelerin Hukuk Sistemleri de regresyonlara dahil edilmekte ve hukuk sistemlerinin regresyon katsayısının ve hukuk sistemleri ile tahakkuk çarpan katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucu çıkarılmaktadır. Yani farklı hukuk sistemlerinin değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olmadığı yazarlarca söylenmektedir.

Anandarajan ve Hasan (2010) tarafından 7 Ortadoğu ve Kuzey Afrika ülkesi firmalarına ait 1994-2005 yılları arası veri seti kullanılarak farklı Hukuk Sistemlerinde kazançların değer ilişkisi incelenmektedir. Yazarlar, Getiri Modeli'ni kullanarak kazançlar ile kazançlardaki değişime Hukuk Sistemi çarpanı ekleyerek çarpan katsayılarının istatistiki anlamlılık seviyesini değer ilişkisi olarak yorumlamaktadır. Çalışmada her iki katsayının da istatistiki olarak anlamlı olduğu gösterilmekte, yani Anglo Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerde raporlanan kazançların ve kazançlardaki değişimin değer ilişkisinin diğer ülkelere göre daha yüksek olduğu ifade edilmektedir.

Anandarajan ve diğ. (2011) tarafından 38 ülkenin bankalarına ait 1993-2004 yılları arası veri seti kullanılarak farklı Hukuk Sistemlerinde değer ilişkisi incelenmektedir. Bu çalışmada Fiyat Modeli yalnızca ÖDD, yalnızca kazançlar ve hem ÖDD hem de kazançlar için üç formatta kullanılmaktadır. Yazarlar, doğrudan farklı hukuk sistemlerine göre değer ilişkisi kıyası yapmasa da analiz konusu ülkelerin Hukuk Sistemlerini regresyonlara dahil etmektedir. Regresyonlar hem bu üç format için yapılmakta hem de bu üç format sonucu elde edilen üç ayrı R^2 değerlerini bağımlı değişken olarak kullanarak tekrarlanmaktadır. Regresyonların sonucu olarak, hukuk sistemlerinin regresyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı olduğu raporlanmaktadır. Diğer bir deyişle Anglo Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerdeki değer ilişkisinin diğerlerine göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde fazla olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca yazarlar örneklemelerini gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler olarak bölmekte ve analizlerini bu iki alt grup için tekrarlayarak bu sonucu teyit etmektedir.

Barth ve diğ. (2012) tarafından yapılan çalışmanın bir kısmı bir önceki bölümde detaylıca anlatılmaktadır. Bu bölümde çalışmanın Hukuk Sistemlerine göre değer ilişkisindeki değişimi analiz eden kısmına değinilmektedir. Yazarlar, Fiyat Modeli'ni kullanarak, Anglo-Sakson Hukuk Sisteminin egemen olduğu ülkelerdeki UFRS uygulamasından sonraki UFRS ve Amerikan GKGMS arasındaki değer ilişkisi farkının, Kara Avrupası Hukuk Sisteminin egemen olduğu UFRS uygulamasından sonraki UFRS ve Amerikan GKGMS arasındaki değer ilişkisi farkından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha az olduğunu; yani UFRS uygulamasının Anglo-Sakson

Hukuk Sisteminin egemen olduğu ülkelerdeki değer ilişkisini diğerlerine göre daha olumlu bir şekilde artırdığını göstermektedir.

Hail (2013) tarafından yapılan çalışmanın bir kısmı bir önceki bölümde detaylıca anlatılmaktadır. Bu bölümde çalışmanın Hukuk Sistemlerine göre değer ilişkisindeki değişimi analiz eden kısmına değinilmektedir. Yazar, Getiri Modeli'ndeki kazançlar ve kazançlardaki değişim değişkenlerine Hukuk Sistemi arpanı ekleyerek Anglo Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerdeki kazançların değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde az olduğunu ve Anglo Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerdeki kazançlardaki değişimin değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde fazla olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca bu çalışmada Anglo Sakson Hukuk Sisteminin hakim olduğu ülkelerdeki genel değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde düşüş eğiliminde olduğu da gösterilmektedir.

2.3.4 Çeşitli kriterlere göre gruplanan farklı sınıfların değer ilişkisini inceleyen alışmalar

Bu kategoride yer alan çalışmaların değer ilişkisinin örneklemelerin çeşitli kriterlerce farklı sınıflara ayrılarak bu sınıflara ilişkin toplam değer ilişkisini ya da belirli muhasebe kalemlerinin değer ilişkilerini incelediği görülmektedir. Ayrıca bu kategoride bulunan çalışmalarda farklı sınıflardaki muhasebe kalitesinin incelendiği de anlaşılmaktadır.

Dontoh ve diğ. (2004) tarafından yapılan çalışmanın bir kısmı bir önceki bölümde detaylıca anlatılmaktadır. Bu bölümde çalışmanın farklı sınıflar için değer ilişkisindeki değişimi analiz eden kısmına değinilmektedir. Yazarlarca ilk dönem ve son dönem için piyasa değerinin defter değerine oranının büyük olduğu örneklem değer ilişkisinin, piyasa değerinin defter değerine oranının küçük olduğu örneklem değer ilişkisinden daha büyük olduğu ifade edilmekte ve her iki örneklem için dönemler arası değer ilişkisinin azaldığı söylenmektedir. Bu çalışmada hem örneklem arası değer ilişkisinin istatistiki karşılaştırmasına hem de dönemler arası değer ilişkisinin istatistiki karşılaştırmasına ilişkin bir sonuç sunulmadığı için bu yorumlar betimsel düzeyde yapılmaktadır.

Aleksanyan (2009), İngiltere firmalarına ait 1988-2005 yılları arası veri setini piyasa değeri ÖDD'den büyük ve küçük olan firmalar olarak ikiye bölmekte, sonra her örnekleme kendi içlerinde piyasa değeri büyüklüklerine göre beş alt gruba bölerek her alt grup için Fiyat Modeli'ni kullanarak değer ilişkisini incelemektedir. Piyasa değeri ÖDD'den büyük olan örnekleme (ilk örnekleme), piyasa değeri en büyük olan segment harici diğer dört alt grupta ÖDD'nin ve kazançların değer ilişkisine katkıları birbirine çok yakın iken ÖDD'i piyasa değerinden büyük olan örnekleme (ikinci örnekleme) yer alan her alt grup için ÖDD'nin değer ilişkisine katkısı kazançların değer ilişkisine katkısından çok daha fazla olarak raporlanmaktadır. Örneğin, ilk örneklemedeki piyasa değeri yüksekliğine göre ortada yer alan gruptaki ÖDD'nin ve kazançların değer ilişkisine katkıları sırasıyla 3.0% ve 3.6% iken ikinci örneklemedeki piyasa değeri yüksekliğine göre ortada yer alan gruptaki ÖDD'nin ve kazançların değer ilişkisine katkıları sırasıyla 49.0% ve 1.8% olduğu gösterilmektedir.

Balachandran ve Mohanram (2011) tarafından muhasebe ihtiyatlılığı seviyeleri olarak düşük ve yüksek seviyeler düşünülmekte, her seviye de kendi içinde durağan ve artan olarak ikiye ayrılmaktadır. Böylelikle örneklemlerini dört ana sınıfta inceleyen yazarlar, bu sınıfların yıllara göre değer ilişkisindeki değişimini ABD firmalarına ait 1975-2004 yılları arası veri setini kullanarak analiz etmektedir. Yazarların ana bulgusu olan muhasebe ihtiyatlılığındaki artışın değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir düşüşe sebep olmaması, literatürdeki mevcut argümanları teyit etmemektedir. Hatta yazarların bir çeşit muhasebe ihtiyatlılığı ölçümüne göre düşük-artan muhasebe ihtiyatlılığında sınıflanan örneklemin, analiz konusu dönemin ilk yarısındaki ortalama değer ilişkisinin, analiz konusu dönemin ikinci yarısındaki ortalama değer ilişkisine göre istatistiki bir şekilde daha az olduğu raporlanmaktadır.²⁴ Dahası, bütün muhasebe ihtiyatlılığı ölçümlerine göre, düşük-durağan örneklemin zaman içindeki değer ilişkisi değişimi ile düşük-artan örneklemin zaman içindeki değer ilişkisi değişimi farkının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif olduğu da gösterilmektedir.²⁵

²⁴ Bu bulgular Getiri Modeli ile hesaplanan değer ilişkisine aittir.

²⁵ Bu bulgular Getiri Modeli ile hesaplanan değer ilişkisine aittir. Aynı sonuçlar, bir muhasebe ihtiyatlılığı ölçümüne göre Fiyat Modeli ile hesaplanan değer ilişkisi değişim farkları için de raporlanmaktadır.

Aleksanyan ve Karim (2013) tarafından ABD firmalarına ait 1996-2010 yılları arası veri seti kullanılarak değer ilişkisi incelenmektedir. Yazarlar, örneklemelerini piyasa değeri ÖDD'den büyük ve piyasa değeri ÖDD'den küçük olarak iki gruba bölmekte ve her grubu kendi içinde kar ve zarar açıklamalarına göre ikiye ayırmaktadır. Bu dört alt grubu da kendi içlerinde piyasa değeri büyüklüklerine göre beş alt gruba bölerek her alt grup için Fiyat Modeli'ni kullanarak değer ilişkisini analiz eden yazarlar, piyasa değeri ÖDD'den küçük olan örneklem -kar ya da zarar açıklaması fark etmeksizin- bütün alt gruplarında ÖDD'nin değer ilişkisine katkısının en yüksek olduğunu ve kazançların değer ilişkisine katkısının yok denecek kadar az olduğunu göstermektedir. Ayrıca yazarlar, piyasa değeri ÖDD'den büyük olan ve kar açıklayan bütün alt gruplarda ÖDD'nin ve kazançların değer ilişkisine katkısının birbirlerine çok yakın olduğunu; fakat piyasa değeri ÖDD'den büyük olan ve zarar açıklayan bütün alt gruplarda ÖDD'nin değer ilişkisine katkısının, kazançların değer ilişkisine katkısına göre, oldukça düşük olduğunu da ortaya koymaktadır.

Venter ve diğ. (2014) tarafından 2002-2009 yılları arası veri seti kullanılarak Güney Afrika Cumhuriyeti'nde yerel GKGMS'ye göre raporlanan kazançlar ile bu kazançlardan bazı kalemler çıkarılarak raporlanan kazançlar arasındaki değer ilişkisi farklılıkları Fiyat Modeli'ni kullanarak incelenmekte, bu bağlamda her iki kazanç arasındaki farka göre örneklem beş alt gruba bölünmektedir. En düşük ve en yüksek sınıfta yer alan alt örneklem ile ikinci ve dördüncü sınıfta yer alan alt örneklem için analizlerini yineleyen yazarlar, her iki alt örneklem için de kazançlardan çıkarılan kalemlerin değer ilişkisinin istatistiki olarak anlamlı seviyelerde raporlanmadığını göstermektedir.

Çiftçi ve diğ. (2015) tarafından ABD firmalarına ait 1975-2012 yılları arası veri seti kullanılarak ARGE yoğunluklarına ve kar ya da zarar raporlamalarına göre sınıflanan firmaların değer ilişkisi incelenmektedir. Fiyat Modeli'ni kullanan yazarlar ARGE yoğunluğu olarak ARGE harcamalarının toplam varlıklara oranını kabul etmekte, ARGE yoğunluğu sıfır olan firmaları ayrı bir grupta tutarak ARGE yoğunluklarına göre örneklemelerini beş (sıfır yoğunluk ile birlikte altı) ana grupta incelemektedir. Çalışmada, sıfır ve en düşük (en yüksek iki) yoğunluklu ARGE sınıfındaki toplam değer ilişkisinin kar açıklayan şirketlerde zarar açıklayan şirketlere göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha az (fazla) olduğu bulgusuna

ulaşmaktadır.²⁶ Ayrıca yazarlar, bütün sınıflar için kazançların değer ilişkisinin kar açıklayan şirketlerde zarar açıklayan şirketlere göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğunu da ortaya koymaktadır. En yüksek ARGE yoğun sınıf haricinde ÖDD'nin değer ilişkisinin zarar açıklayan şirketlerde kar açıklayan şirketlere göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğu, en yüksek ARGE yoğun sınıf için ise değer ilişkisi farkının tam ters yönde olduğu da ifade edilmektedir. Ayrıca çalışma dahilinde hem kar hem de zarar açıklayan şirketler için en düşük değer ilişkisinin yüksek ARGE yoğun kategoride bulunduğu da gösterilmektedir. Çiftçi ve diğ. (2015) tanınan maddi olmayan varlıkların (*recognized-intangibles*) toplam varlıklara oranını baz alarak ikinci bir sınıflandırma daha yapmaktadır. Bir önceki sınıflandırmaya göre bu sınıflandırma da beş (sıfır yoğunluk ile birlikte altı) ana grupta incelenmektedir. Bu sınıflandırmaya göre de bütün sınıflar için kazançların değer ilişkisinin kar açıklayan şirketlerde zarar açıklayan şirketlere göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğu raporlanmaktadır. Üçüncü sınıf hariç bütün sınıflarda ÖDD'nin değer ilişkisinin zarar açıklayan şirketlerde kar açıklayan şirketlere göre istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha fazla olduğu da gösterilmektedir.

²⁶ Bu çalışmada Fiyat Modeli yalnızca ÖDD, yalnızca kazançlar ve hem ÖDD hem de kazançlar için üç formatta kullanılmaktadır. Bu çalışma için tartışılan bütün sonuçlar, her alt sınıf için bu üç format kullanılarak elde edilen ortalama R^2 değerlerine ilişkindir.

3 HİPOTEZ GELİŞTİRME

Değer ilişkisinin zaman içindeki değişimini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların genel olarak belirli bir olayın değer ilişkisindeki değişimlerini incelediği bilinmektedir. Bu tip çalışmaların bilinen en genel ve yaygın örneği, UFRS uygulamasının değer ilişkisi üzerindeki etkilerinin analizidir. Bu çalışmalarda UFRS uygulaması öncesi değer ilişkisi ile UFRS uygulaması sonrası değer ilişkisi karşılaştırılmaktadır. Bu tezin amacı, değer ilişkisinin zaman içindeki değişimini gözlemlemek ve belirli bir olaydan bağımsız bir şekilde bu değişimin farklı kaldıraç seviyelerindeki durumunu incelemektir. Dolayısıyla, belirli bir olayın öncesi ya da sonrası şeklinde bir değer ilişkisi karşılaştırması yapılması bu tezin konusu değildir. Bu tezin amacı doğrultusunda değer ilişkisinin zaman içindeki değişimi, analiz konusu dönem olan 2005 ve 2014 yıllarının iki eşit beşer yıllık alt döneme bölünmesi ile analiz edilmektedir. Barth ve diğ. (2008) tarafından da tartışıldığı üzere ülkeler arası yasal, politik, kurumsal ve kültürel farklılıklar ile finansal raporlama uygulamalarındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak bütün gözlemler tek bir örneklem içinde havuzlanmamakta; bunun yerine her ülke ayrı ayrı düşünülerek değer ilişkisi incelenmektedir.

Son büyük küresel ekonomik kriz olan 2008 Krizi, bu tezin ilk beş yıllık dönemi olan 2005-2009 yılları içerisinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde küresel piyasalar birçok sıkıntıyla karşılaşmış ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomileri ağır hasarlar almıştır. 2008 Krizi'nin etkileri piyasalarca uzunca bir süre fiyatlanmış ve bu durum hisse senedi fiyatlarına da yansımıştır. Her ne kadar bu tezin konusu 2008 Krizi'nin değer ilişkisine etkisi olmasa da kullanılan alt dönemlerden ilkinin bu etkiye fazlası ile açık olduğu aşikardır. Örneğin, Gavius ve Schwartz (2011) tarafından 1999 Teknoloji Balonu'nu (*Dot-Com Bubble*) takip eden iki yıl içinde Fiyat Modeli kullanılarak elde edilen ayarlı R^2 değerlerinin sırasıyla %4,5 ve %0 olarak kaydedildiği, analizlerine konu diğer yıllar için bu değerlerin en düşük %25,8 olarak raporlandığı görülmektedir. Benzer bir şekilde, Kaytmaz Balsarı ve Özkan (2009) tarafından 1994 ve 2001 Kriz yılları için Fiyat Modeli kullanılarak elde edilen ayarlı

R^2 değerlerinin, krizsiz zamanlardaki ayarlı R^2 değerinin yaklaşık olarak yarısı ve çeyreği kadar olduğu gösterilmektedir.²⁷

İkinci dönemde (2010-2014) ise Meksika ve Kore’de zorunlu UFRS raporlaması uygulamaya geçirilmiş ve Endonezya’da da UFRS ile yakınsama çalışmaları büyük bir hızla devam etmiştir. Türkiye’de ise analiz konusu dönemler boyunca zorunlu UFRS raporlaması yapıldığı bilinmektedir. Ball (2016) UFRS bazlı raporlamanın avantajlarını artan şeffaflık, anlaşılabilirlik, daha etkin işleyen bir piyasa ve daha düşük sermaye maliyeti olarak söylemekte ve UFRS’in yüksek kaliteli bir standartlar seti olarak görüldüğünü ifade etmektedir. Bu tezin literatür taramasında kullanılan çalışmaların çoğu bu fikri destekleyen sonuçlar ortaya koymakta iken birtakım çalışmaların karşıt argümanlar ileri sürdüğü tartışılmıştı. Çalışmaların sonuçları, araştırmacıların kullandığı zaman aralıklarından, örneklemelerinde tuttukları ülkelerden ve firma çeşitlerinden, kullandıkları veri tabanlarından ve uyguladıkları ekonometrik yaklaşımlardan fazlasıyla etkilendiği için bu faktörlerin araştırma sonuçlarına tesiri yadsınamaz bir gerçek olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, herhangi bir çalışmanın bulgusunun diğerine üstünlüğünü tartışmak, bu tezin konusu dışında kalmaktadır. Ball’ın (2016) ileri sürdüğü argümanlar paralelinde ve bu tezin analizine konu literatürdeki çalışmaların çoğunun ortaya koyduğu üzere, bu tezde, UFRS’nin yerel GKGMS’lerden daha üstün bir standartlar seti olduğu; dolayısıyla UFRS ile muhasebe kalitesinin arttığı varsayılmaktadır. Ayrıca, Navarro-Garcia ve Madrid-Guijarro (2014) Alman firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada yeni UFRS standartlarının uygulamaya geçirilmesinin ya da mevcut UFRS standartlarının iyileştirilmesinin muhasebe kalitesini artırdığı göstermektedir.²⁸ Yani Navarro-Garcia ve Madrid-Guijarro’nun (2014) sonuçlarından, UFRS uygulamasının kendi içinde de zamanla muhasebe kalitesini artırıcı bir yönü olduğu anlaşılmaktadır. Bu sebeple, 2008 Krizi’ni barındıran ilk dönemki değer ilişkisinin, UFRS uygulamalarını yoğun bir şekilde barındıran ikinci dönemki değer ilişkisinden daha az olması beklenmektedir.²⁹

²⁷ Bu sonuç, havuzlu EKK yöntemi uygulanarak elde edilen regresyon tablolarından çıkarılmaktadır.

²⁸ Yazarlar, muhasebe kalitesi ölçütü olarak kar yönetimini kullanmaktadır.

²⁹ Literatürde toplam değer ilişkisi, R^2 ya da ayarlı R^2 değeri ile ölçülmektedir. Günel (2003) tarafından da belirtildiği üzere R^2 değeri sistematik hatalar ile dolu olduğu için bu ölçümün çok sağlıklı sonuçlar sunmaması söz konusu olabilir. Bu yüzden yalnızca her ülkenin toplam örneklemeleri için bu istatistik betimsel olarak yorumlanacak, örneklem sayısı daha az olan farklı beşte birlikler için R^2 yorumlaması yapılmayacaktır.

H1: *İkinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.*

H1 hipotezi, genel değer ilişkisindeki değişimi incelemektedir. H1 hipotezi için geçerli olan argümanların değer ilişkisini meydana getiren ÖDD ve kazanç kalemleri için de geçerli olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla her iki kalemin de ikinci dönemki regresyon katsayılarının ilk dönemki regresyon katsayılarından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha büyük olması beklenmektedir.

H2a: *ÖDD'nin ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.*

H2b: *Kazançların ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.*

Her ülke için nihai örneklem, her yıl için finansal kaldıraç oranlarına göre beşte birlik gruplara ayrılmaktadır. Bu konuya bir sonraki bölümde detaylıca değinilecektir. Finansal yapılarına göre gruplanan firmaların değer ilişkisinin incelenmesi, bu tezin diğer bir odak noktasıdır. H1 için değinilen bütün hususların farklı kaldıraç düzeyleri için de geçerli olduğu varsayılmakta ve H2a ile H2b hipotezleri, farklı kaldıraç düzeyleri için test edilmektedir. Bu bağlamda, farklı finansal kaldıraç seviyelerinde yer alan firmaların ikinci dönemki ÖDD ve kazanç kalemlerinin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD ve kazanç kalemlerinin regresyon katsayılarından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha büyük olması beklenmektedir.

H3a: *Farklı finansal kaldıraç seviyelerindeki ÖDD'nin ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.*

H3b: *Farklı finansal kaldıraç seviyelerindeki kazançların ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.*

Watts ve Zimmerman (1990) finansal kaldıraç ile muhasebe uygulamaları tercihi arasında bir bağ olduğundan bahsetmektedir. DeFond ve Jimbalvo (1994) kredi

koşullarını ihlal eden firmaların karlılıklarını artırıcı muhasebe yöntemlerine yöneldiklerini ifade etmektedir. Kredi koşullarını ihlal eden firmaların, genel olarak borçluluk seviyesi ya da kaldıraç düzeyleri yüksek olan firmalar olduğu düşünülmektedir. Ayrıca DeFond ve Jimbalvo (1994) finansal kaldıraç arttıkça yöneticilerin gelecek kazançları bugüne çekme ihtimallerinin arttığını da vurgulamaktadır. Benzer bir şekilde Graham ve diğ. (2005) de yüksek kaldıraçlı firmaların genel olarak gelecek kazançların tahmin edilebilirliği ile ilgili çekinceleri olduğunu söylemektedir. Yüksek kaldıraçlı firmaların, kreditorlerinin taleplerini karşılayabilmek için değer ilişkisi yüksek olan veriler raporladığı Wang ve Hussainey (2013) tarafından belirtilmektedir. Jensen ve Meckling (1976) tarafından da ifade edildiği üzere yüksek kaldıraçlı firmaların izlenme giderleri (*monitoring cost*) yüksektir. Bu yüzden DeFond ve Jimbalvo (1994), Graham ve diğ. (2005) ve Wang ve Hussainey (2013) tarafından açıklanan yüksek kaldıraçlı firmaların kazanç artırıcı yöntemlere başvurmalarının ve değer ilişkisi yüksek raporlama yapmalarının piyasa tarafından algılanarak değerlendirilebildiğini düşünmek mantıklı olacaktır. Bu bağlamda, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça, ÖDD ve kazanç kalemlerinin regresyon katsayılarında istatistiksel anlamlılık seviyelerinde azalış beklenmektedir.

H4a: Her iki dönemde de, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça, ÖDD'nin değer ilişkisi azalmaktadır.

H4b: Her iki dönemde de, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça, kazançların değer ilişkisi azalmaktadır.

4 MIST ÜLKELERİ VE ÖRNEKLEM SEÇİMİ

4.1 MIST Ülkeleri Hakkında Genel Bilgi

Goldman Sachs Varlık Yönetimi Yönetim Kurulu eski Başkanı Jim O'Neill tarafından yapılan MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye) ülke sınıflandırması, gelişmekte olan ülkelerin en bilinen BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) sınıflandırmasından sonraki ikincil sınıf olarak görülmektedir. MIST ülkelerinin ortak noktaları IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu ve MSCI Endeksleri gibi sınıflandırmalarda gelişmekte olan ekonomiler kategorisinde yer almalarıdır. Bir ülkenin gelişmekte olan ülkeler ya da gelişmiş ülkeler grubunda yer alması, kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), ihracat çeşitliliği ve küresel finansal sisteme entegrasyon kriterlerine bağlıdır.³⁰

Tablo 1'de IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu verilerinden derlenen güncel fiyatlarla hesaplanmış ABD Doları cinsinden kişi başına düşen yıllık GSYİH değerleri ve her ülkenin kendi para birimi cinsinden sabit fiyatlarla hesaplanmış kişi başına düşen yıllık GSYİH değişimi sunulmaktadır. Tablo 1'in Panel A kısmı, her sene için en düşük kişi başına düşen yıllık GSYİH değerinin Endonezya'ya ve en yüksek kişi başına düşen yıllık GSYİH değerinin Kore'ye ait olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca Panel A'dan Meksika ve Türkiye'nin ABD Doları cinsinden kişi başına düşen yıllık GSYİH değerleri açısından birbirlerine benzer ülkeler olduğu anlaşılmaktadır. Meksika'nın 2000 yılından 2015 yılına kadar kişi başına düşen yıllık GSYİH değerini yaklaşık %60 artırabildiği; bu artışın Endonezya, Kore ve Türkiye için yaklaşık olarak sırasıyla %260, %130 ve %120 olarak kaydedildiği görülmektedir. Öte yandan Türkiye'de kişi başına düşen yıllık GSYİH değerinin 2008 Krizinden sonra kayda değer bir artış gösteremediği ve bu durumun neredeyse Meksika için de geçerli olduğu anlaşılmaktadır.³¹ Bunlara ek olarak, Dünya Bankası tarafından belirlenen ve yüksek

³⁰ Bu bilgiler IMF'nin web sitesindeki WEO veri tabanı için sıkça sorulan sorular kısmından elde edilmiştir. İlgili sayfaya şu adresten ulaşılabilir: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm#q4b> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

³¹ Bu gerçek, orta gelirli ülkelerin yüksek gelirli ülkelere kategorisine geçememesini açıklayan Orta Gelir Tuzağı argümanını teyit eder niteliktedir. Bu argüman tezin konusunun dışında kaldığı için detaylı bilgi vermiyor ve bu argüman hakkında karşılaştırmalı ve detaylı bir analiz için Jankowska ve diğ. (2012) tarafından yapılan çalışmanın incelenmesini öneriyoruz.

gelir seviyesi için kritik eşik olan 12.000 ABD Doları seviyesini, analiz konusu ülkelerden yalnızca Kore'nin geçebildiği ve diğer üç ülkenin orta gelirli ülkeler statüsünde olduğu da görülmektedir.

Tablo 1 Kişi Başına Düşen Yıllık GSYİH ve Kişi Başına Düşen Yıllık GSYİH Değişimi

M, I, S ve T harfleri sırasıyla Meksika, Endonezya, Kore ve Türkiye'yi sembolize etmektedir. Panel A'da ABD Doları cinsinden kişi başına düşen yıllık GSYİH değerleri ve Panel B'de her ülkenin kendi para birimi cinsinden sabit fiyatlarla hesaplanmış kişi başına yıllık GSYİH değişimleri sunulmaktadır.

Yıllar	PANEL A				PANEL B			
	M	I	S	T	M	I	S	T
2000	6776	870	11947	4120	4.05	3.78	8.02	4.52
2001	7096	834	11259	2988	-1.80	2.19	3.75	-6.96
2002	7171	1003	12789	3501	-1.12	3.03	6.84	4.89
2003	6811	1187	14220	4512	0.16	3.31	2.42	4.04
2004	7270	1281	15922	5767	3.08	3.55	4.51	8.04
2005	8085	1404	18658	7011	1.88	4.21	3.71	7.07
2006	8919	1765	20922	7590	3.78	4.02	4.67	5.56
2007	9504	2064	23102	9158	1.85	4.85	4.97	3.40
2008	9895	2418	20475	10216	0.02	5.93	2.09	-0.65
2009	7930	2465	18339	8467	-6.01	3.23	0.23	-6.20
2010	9200	3178	22151	9923	3.82	4.88	6.00	7.44
2011	10124	3689	24156	10368	2.76	4.26	2.91	7.32
2012	10137	3745	24454	10428	2.80	4.55	1.83	0.91
2013	10659	3676	25998	10761	0.21	4.12	2.46	3.03
2014	10844	3532	27989	10329	1.12	3.63	2.92	1.90
2015	9452	3362	27222	9186	1.37	3.44	2.22	2.88

IMF'nin ikinci kriteri olan ihracat çeşitliliği, toplam ihracatın ne kadarının petrolden oluştuğunu analiz etmektedir. Tablo 2'de Dünya Bankası verilerinden derlenen mal ihracatı içindeki toplam yakıt (fuel) ihracatının payı sunulmaktadır. Tablo 2, ihracatı yakıtı en az bağımlı (neredeyse hiç bağımlı olmayan) olan ülkenin Türkiye olduğunu ve ihracatı yakıtı en fazla bağımlı ülkenin Endonezya olduğunu ortaya koymaktadır. Meksika'nın toplam yakıt ihracatının mal ihracatı içindeki payı ise Kore'den fazla olarak kaydedilse de bu farkın 2008 yılından itibaren kapanmakta olduğu anlaşılmaktadır. Özetle, IMF'nin kritik eşiği olan %70 ihracatta yakıt bağımlılığı değerinin bütün yıllar için hiçbir ülkede yarısına dahi yaklaşmadığı görülmektedir.

IMF'nin son kriteri olan küresel finansal sisteme entegrasyonun birçok farklı gösterge ile incelendiği bilinmektedir. Örneğin, Fernández ve diğ. (2015), küresel finansal sisteme entegrasyonu varlık, tahvil, sermaye, para piyasaları, türev araçlar ve ticari krediler kısıtlamaları gibi indikatörler ile değerlendirmekte iken Lane ve Milesi-Ferretti (2007) küresel finansal sisteme entegrasyonu yabancı varlık ve borçların toplamının GSYİH'a oranı ve bu oranın kırılımları perspektifinde ölçmektedir. Yani küresel finansal sisteme entegrasyon, çok boyutta incelenebilen bir konu olarak göze çarpmaktadır. Küresel finansal sisteme entegrasyon, konunun kolaylaştırılması açısından Lane ve Milesi-Ferretti'nin (2007) yabancı varlık ve borçların toplamının GSYİH'a oranı yaklaşımı ile değerlendirilmektedir. Prof. Lane'nin kişisel sayfasında yayınladığı 2011 yılı dahil güncellenmiş veri seti kullanılarak 2000-2011 yılları arasında bu oranın ortalama ve yaklaşık olarak, Meksika'da %85, Endonezya'da %95, Kore'de %115 ve Türkiye'de %90 olduğu görülmektedir.³² Ayrıca Kore ve Meksika'da bu oranın artan bir trend içinde olduğu, Endonezya'da ise tam tersi bir durumun söz konusu olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye'de ise bu oranın yatay bir bant içinde dalgalandığı ve herhangi bir trendin bulunmadığı görülmektedir.

Tablo 2 Mal İhracatı İçindeki Toplam Yakıt (Fuel) İhracatının Payı

M, I, S ve T harfleri sırasıyla Meksika, Endonezya, Kore ve Türkiye'yi sembolize etmektedir. Bütün değerler yüzde cinsinden sunulmaktadır.

Yıllar	M	I	S	T
2000	9.67	25.37	5.46	1.06
2001	7.97	25.52	5.34	1.42
2002	8.90	24.42	4.02	1.92
2003	11.24	25.77	3.54	2.08
2004	12.40	25.80	4.12	2.27
2005	14.91	27.61	5.46	3.61
2006	15.53	27.24	6.35	4.17
2007	15.77	25.39	6.53	4.82
2008	17.39	29.10	8.99	5.85
2009	13.51	28.42	6.43	4.00
2010	14.04	29.73	6.88	3.93
2011	16.31	34.14	9.42	4.70
2012	14.37	33.59	10.39	5.28
2013	13.01	31.62	9.54	4.26
2014	10.65	29.18	9.01	3.76

³² İlgili veri setine şu adresten ulaşılmaktadır: <http://www.philiplane.org/EWN.html> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

4.2 MIST Ülkelerinde Muhasebe Standartları

Meksika’da UFRS bazlı raporlamaya 2008 yılı itibarıyla izin verilmiş ve UFRS raporlaması 2012 yılından başlayarak finansal kurumlar ve sigorta şirketleri harici bütün borsaya kote şirketlere zorunlu tutulmuştur.³³

Endonezya’da henüz yerel GKGMS bazlı raporlama yapılsa da UFRS ile yerel GKGMS’yi yakınlaştırma çalışmaları devam etmektedir ve bu çalışmalar iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada 2012 yılı itibarıyla yerel GKGMS’nin önemli ölçüde 2009 yılındaki UFRS ile uyumlandırılması gerçekleştirilmiştir. İkinci aşamada ise 2015 yılı itibarıyla yerel GKGMS ile UFRS arasındaki farklılıkların minimize edilmesi hedeflenmektedir.³⁴ Siregar ve diğ. (2016) tarafından hala ikinci aşamanın devam ettiği ifade edilmektedir.

Kore’de UFRS bazlı raporlamaya 2009 yılı itibarıyla izin verilmiş ve UFRS raporlaması 2011 yılından başlayarak aktif büyüklüğü 2 trilyon Won ve üzeri olan borsaya kote şirketlere zorunlu tutulmuştur. Aktif büyüklüğü 2 trilyon Won’dan az olan borsaya kote şirketler için ise UFRS raporlamasına geçiş için 2 yıl daha ek süre tanınarak bu şirketler için UFRS raporlaması 2013 yılı itibarıyla zorunlu tutulmuştur. 2009’da 14 şirket ve 2010’da 59 şirket, UFRS uygulamasına ihtiyari olarak başlamıştır. 2011 yılında ise 1783’ü borsaya kote olmak üzere toplam 3126 şirket UFRS bazlı raporlama yapmaya başlamıştır. Ayrıca bütün finansal kurumların - borsaya kote olması önemsenmeksizin- UFRS bazlı raporlama yapması zorunludur (Korea Accounting Standards Board 2012).³⁵

Türkiye’de UFRS bazlı raporlamaya 2003 yılı itibarıyla izin verilmiş ve UFRS raporlaması 2005 yılından başlayarak bütün borsaya kote şirketlere zorunlu tutulmuştur. UFRS raporlaması 2006 yılı itibarıyla bankalara; 2007 yılı itibarıyla

³³ Detaylı bilgi için: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/Jurisdiction-profiles/Mexico-IFRS-Profile.pdf> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

³⁴ Detaylı bilgi için: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/Jurisdiction-profiles/Indonesia-IFRS-Profile.pdf> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

³⁵ Tasarruf ve mevduat bankalarının UFRS bazlı raporlama yapmaları 2016 yılına ertelenmiştir. Detaylı bilgi için: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/Jurisdiction-profiles/Korea-South-IFRS-Profile.pdf> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

finansal kiralama, faktöring ve fonlama şirketlerine; ve 2008 yılı itibarıyla sigorta, reasürans ve emeklilik şirketlerine zorunlu tutulmuştur.³⁶

4.3 Örneklem Seçimi

MIST ülkeleri için muhasebe temelli veriler Compustat Global-Fundamentals Annual veri tabanından ve piyasa temelli veriler Compustat Global-Security Daily veri tabanından elde edilmektedir. Her MIST ülkesi için bu iki veri tabanından gelen veriler birleştirilerek her ülke için ilk örneklem oluşturulmaktadır. Her ülke için elde edilen ilk örneklere aşağıda listelenen örneklem dışı kalma kriterleri uygulanarak nihai örnekleme ulaşılmaktadır:

- Her iki veri tabanından gelen veriler birleştirildiğinde eşleşmeyen muhasebe ya da fiyat verisi bulunmak.
- Mali kapanış yılı son ayı Aralık olmamak.³⁷
- SIC kodu 4 (kamu hizmeti veren kuruluşlar (*utilities*)) veya 6 (finansal kurumlar) ile başlamak.³⁸
- İlgili ulusal para cinsinden raporlama yapmamak.³⁹
- Bağımlı ve bağımsız değişkenlerden ya da kaldıraç hesabında kullanılan kalemlerden herhangi biri eksik olmak.
- Negatif ÖDD'ne sahip olmak.⁴⁰

Bir sonraki bölümde de detaylıca irdeleneceği üzere Fiyat Modeli'ndeki bağımlı değişken olan piyasa değerleri ile bağımsız değişkenler olan muhasebe verilerinin arasında bir dönemlik bir fark bulunduğu için nihai örneklemedeki muhasebe verileri 2005 ve 2014 yılları arasına ait iken fiyat verileri 2006 ve 2015 yılları arasına aittir.

³⁶ Detaylı bilgi için: <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/Jurisdiction-profiles/Turkey-IFRS-Profile.pdf> (Erişim tarihi: 13.11.2016)

³⁷ Mali yıl kapanışı Aralık ayı olmayan firmalar için değer ilişkisi ölçümünün bağımlı değişkeni olarak ilgili raporlama dönemlerinin bittiği ay(lar)ın seçilmesi, muhasebe verilerinin değer ilişkisinin ölçülmesi açısından daha doğru sonuçlar sağlayacaktır. Ayrıca mali yıl kapanışı Aralık ayı olmayan firmaları nihai örnekleme dahil etmek, regresyon sonuçlarının doğru sonuçlar vermesini engelleyebilir.

³⁸ Farklı regülasyonlar ile raporlamalara tabi oldukları ve sermaye yapıları diğer firmalardan daha farklı oldukları için bu firmalar örneklem dışı tutulmaktadır.

³⁹ Fiyat ve muhasebe verilerinin karşılaştırılabilir ve birlikte kullanılabilir olması açısından bu firmalar örneklem dışı tutulmaktadır.

⁴⁰ Gordon ve diğ. (2010) tarafından da belirtildiği üzere negatif ÖDD'li firmalarda işletmenin sürekliliği konseptinden (*going concern concept*) kaynaklı çekinceler bulunmaktadır. Bu yüzden böyle firmalar, literatüre paralel bir şekilde, örneklem dışı tutulmaktadır.

Meksika'nın nihai örnekleme 536, Endonezya'nın nihai örnekleme 1624, Kore'nin nihai örnekleme 6547 gözlem ve Türkiye'nin nihai örnekleme 1426 gözlem içermektedir.



5 DEĞİŞKENLER, MODEL ve ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

5.1 Değişkenler

Literatürde, finansal kaldıraçın toplam yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı şeklinde düşünüldüğü çalışmaların (örneğin: Gul ve diğ., 2013; Brousseau ve diğ., 2014; Fan ve diğ., 2014; Baik ve diğ., 2015; Campbell, 2015; Chrintiansen ve diğ., 2015; Huang ve diğ., 2016) yoğunlukta olduğu görülmektedir. Öte yandan, Gaio (2010), Batta (2011) ve Gaio ve Raposo (2011) gibi yazarlarca finansal kaldıraç uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı olarak düşünülmektedir. Chen ve diğ. (2011) ile Çiftçi ve diğ. (2015) finansal kaldıraç uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı olarak yorumlamakta iken Dimitrov ve Jain (2008) ile Baxter ve diğ. (2013) uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar toplamının toplam varlıklara oranını finansal kaldıraç olarak kullanmaktadır. Benzer bir yaklaşımla Goh ve Li (2011) uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar toplamının hisse senetlerinin piyasa değerine oranını finansal kaldıraç olarak ifade etmekte iken D'Souza ve diğ. (2010) uzun vadeli borçların uzun vadeli borçlar ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamına oranını finansal kaldıraç olarak düşünmektedir. Chrintiansen ve Nikolaev (2013) ise birtakım finansal kaldıraç çeşitleri tanımlamakta ve piyasa bazlı finansal kaldıraç toplam yükümlülüklerin toplam yükümlülükler ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamına oranı olarak tanımlamaktadır.

Finansal kaldıraç çeşitleri düşünülürken yukarıda bahsi geçen farklı finansal kaldıraç çeşitlerini kullanmanın araştırmacılara sunduğu çeşitli faydalar ve araştırmanın amacına uygunluğu gibi hususlar göz önüne alınmalıdır. Örneğin, her firma için her yılki uzun vadeli borç ve kısa vadeli borçları bulmak zor olabileceğinden dolayı toplam yükümlülükleri finansal kaldıraç oranının pay kısmında kullanmak, gözlem kaybını önleyebilecek ve paydada toplam varlıkları kullanmak, veri toplamada kolaylıklar sağlayabilecektir. Fakat toplam yükümlülüklerin içinde faiz gerektirmeyen kalemlerin bulunması ve toplam varlıkların muhasebe bazlı bir değer olması (yani piyasa değerlemesini yansıtmaması), bu kalemlerin finansal kaldıraç hesabında

kullanılmasının olumsuz yönleri olarak düşünülebilir.⁴¹ Bu tezin finansal kaldıraç tanımı, yukarıda verilen örneklerin bir sentezidir ve daha piyasa odaklı bir yaklaşımla finansal kaldıraç hesaplanmaktadır. Finansal kaldıraç oranının payında uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar toplamı yer almaktadır.⁴² Böylelikle hem toplam yükümlülüklerin içinde yer alan faiz gerektirmeyen kalemlerin etkisinden kaldıraç arındırılmakta hem de borçların piyasa değeri genellikle defter değerine eşit olduğu için daha piyasa odaklı bir ölçüm kullanılmaktadır.⁴³ Finansal kaldıraç oranının paydasında ise payda yer alan değer ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamı yer almaktadır. Böylelikle paydada, muhasebe değerini yansıtan bir değer yerine piyasa değerini yansıtan değerler kullanılarak piyasa odaklı bir finansal kaldıraç hesaplanmaktadır. Özetle, bu tezde kullanılan finansal kaldıraç, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar toplamının, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamına oranıdır.

Konsolide net kar ile ÖDD, Compustat Global Fundamentals Annual veri tabanından elde edilen diğer muhasebe kalemleridir. ÖDD kalemi, literatürde Israeli (2015) gibi bazı yazarların da altını çizdiği üzere toplam varlıklardan toplam yükümlülüklerin çıkarılması suretiyle elde edilmekte ve regresyonlarda kullanılmaktadır. Fakat bu kalemin içine dönem net karı da dahil edildiği için ÖDD'nin bu şekilde kullanılması, regresyonlarda muhtemel çoklu-doğrusallık (*multicollinearity*) kaynaklı problemlere sebep olabilir. O yüzden ÖDD, konsolide net kar ile toplam yükümlülüklerin toplamının, toplam varlıklardan düşülmesi ile elde edilmektedir. Compustat Global Fundamentals Annual veri tabanı net kar çeşidi olarak yalnızca konsolide net karı sunduğu için bu tezde kazançlar olarak konsolide net kar kullanılmaktadır.

Hisse senetlerinin piyasa değeri toplamı, ilgili aydaki hisse senedi fiyatı ile piyasadaki hisse senedi sayısının çarpımı olarak hesaplanmaktadır. Bu veri tabanının fiyat ve hisse senedi sayısı serileri ayarlaması için sunduğu ayarlama faktörü yalnızca

⁴¹ Faiz gerektirmeyen kısa vadeli yükümlülüklerden olan ticari borçlar (*accounts payables*), bu tezdeki kısa vadeli borçlar tanımına dahil edilmemektedir. Bu tezdeki borç tanımı, Compustat Global Fundamentals Annual veri tabanı tarafından sunulan *debt* ile aynı anlamdadır.

⁴² Bu tezde kullanılan toplam borçlar, Compustat Global Fundamentals Annual veri tabanı tarafından sunulan *debt in current liabilities* ve *long-term debt total* kalemlerinin toplamına eşittir.

⁴³ Bu cümledeki son yorum borçların halka açık bir piyasada işlem görüyor olmaması durumu içindir. Genellikle gelişmekte olan ülkelerdeki şirket borçlarının piyasada işlem görmediği bilinmektedir. Örneğin, 2004 yılında piyasada işlem gören gelişmekte olan ülkelerdeki şirket borçlarının yaklaşık %9'u piyasada işlem görmekte iken 2014 yılında bu oran yaklaşık %17 olarak kaydedilmiştir (IMF, 2015). Bu istatistikin Çin etkisinden arındırılmamış olduğunun altını çiziyoruz.

hisse senedi bölünme, birleşme ve hisse senedi cinsinden temettü ödemeleri için düzeltme yapmakta; fakat bu faktör, nakit temettü için bir düzeltme unsuru barındırmamaktadır (Standard & Poor's, 2011). Diğer bir deyişle, bu tezde kullanılan hisse senetlerinin piyasa değeri toplamının nakit temettü ödemelerine göre ayarlaması yapılamamaktadır.

5.2 Model

Değer ilişkisi literatüründe değer ilişkisinin Easton ve Harris'in (1991) Getiri Modeli ya da Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli ile incelendiği görülmektedir. Her iki modelin de kullanım uygunluğu sağladığı alanlar ve araştırmacının amacına göre sunduğu faydalar bulunmaktadır.⁴⁴ Easton (1999), Getiri Modeli'nin muhasebe verilerindeki değişimin zamanlamasının yakalanması açısından önemli olduğunu ve Fiyat Modeli'nin muhasebe verilerindeki toplam değişimlerin piyasa üzerindeki etkilerinin incelenmesi açısından kullanılması gerektiğini belirtmektedir. Kothari ve Zimmerman (1995) Fiyat Modeli'nin kazanç tepki katsayılarının daha yansız olduğunu ifade etmekte, fakat bu modelin ekonometrik olarak çeşitli sorunlar barındırdığı tespitinde bulunmaktadır. Bu tezde, analizin amacı gereği, Easton'un (1999) Fiyat Modeli'nin muhasebe verilerindeki toplam değişimi daha iyi yansıtabilmesi açıklaması ile paralel bir şekilde Fiyat Modeli kullanılmaktadır.

Kothari ve Zimmerman (1995) tarafından bahsedilen ekonometrik sorunların temelinde Brown ve diğ. (1999) ve Easton ve Sommers (2003) tarafından da vurgulandığı üzere ölçek etkisi yatmaktadır. Easton ve Sommers (2003) ölçek etkisini, firma büyüklüğünün, regresyonun bağımlı ve bağımsız değişkenleri üzerinde önemli ölçüde etkisi olması şeklinde tanımlamaktadır. Bu sorunun en bilinen çözümü, regresyondaki bağımlı değişken de dahil olmak üzere bütün değişkenleri ortak bir değer ile bölmektir. Literatürde bu ortak değeri piyasadaki hisse senedi sayısı (örneğin: Barth ve Clinch, 2009; Barth ve diğ., 2012; Çiftçi and Darrough, 2015), bir önceki dönemin ÖDD'si (örneğin: Anandarajan ve diğ., 2006; Gregory ve diğ., 2016) ve bir önceki dönemin hisse senedi piyasa değeri (örneğin: Ahmed ve diğ., 2006; Devalle ve

⁴⁴ Getiri Modeli, hisse senedi getirileri üzerindeki kazançların ve kazançlardaki değişimin etkilerini test eden bir modeldir ve bu model $R_{i,t} = K_{i,t}/P_{i,t-1} + \Delta K_{i,t}/P_{i,t-1}$ denklemi ile gösterilmektedir. Bu ifadede $R_{i,t}$ hisse senedi getirisini, $K_{i,t}$ kazançları, Δ değişimi, $P_{i,t-1}$ bir önceki dönemki hisse senedi fiyatını, i firmayı ve t yılı göstermektedir. Bu tezde Getiri Modeli kullanılmadığı için bu modele ilişkin daha detaylı bilgi sunulmamaktadır.

diğ., 2010; Goncharov ve Hudgson, 2011; Devalle ve Magarini, 2012) olarak düşünen çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Goncharov ve Veenman (2014) tarafından bu üç çeşit ortak bölen de piyasa bazlı analizler yapılarak incelenmekte ve çarpıcı sonuçlar sunulmaktadır. Yazarların bağımlı değişkeni piyasa değeri, bağımsız değişkenleri ise kazançlar, ÖDD, temettüler ve net sermaye katkılarıdır.⁴⁵ Hiç bölme işlemine tabi tutulmayarak elde edilen ÖDD'nin regresyon katsayısı, hisse senedi sayısına bölünerek elde edilen ÖDD'nin regresyon katsayısının hemen hemen aynısı iken bir önceki ÖDD'ye bölünerek elde edilen ÖDD'nin regresyon katsayısının neredeyse iki buçukta biridir. Fakat bu değer, bir önceki dönemin hisse senedi piyasa değerine bölünerek elde edilen ÖDD'nin regresyon katsayısının tam altı katıdır. Hiç bölme işlemine tabi tutulmayarak elde edilen kazançların regresyon katsayısı, hisse senedi sayısına bölünerek elde edilen kazançların regresyon katsayısının neredeyse iki katı iken bir önceki ÖDD'ye bölünerek elde edilen kazançların regresyon katsayısının hemen hemen aynısıdır. Fakat bu değer, bir önceki dönemin hisse senedi piyasa değerine bölünerek elde edilen kazançların regresyon katsayısının dört katından daha fazladır. Dahası, bir önceki dönemin hisse senedi piyasa değerine bölünerek elde edilen temettü regresyon katsayısı negatif iken diğer tip bölmeler için pozitif olarak raporlanmaktadır. Goncharov ve Veenman (2014) tarafından ortaya konulan bu yaklaşım, bir önceki piyasa değeri ile bölme işlemi gerçekleştirmenin yalnızca ölçek etkisini gidermediğini, aynı zamanda gizli bilgi (*stale information*) sorununun kontrolüne de fayda sağladığını göstermektedir.⁴⁶

Goncharov ve Veenman'ın (2014) sunduğu ve yukarıda detaylıca tartışılan net sonuçlar paralelinde regresyon sonuçlarını hem ölçek etkisinden hem de gizli bilgi etkisinden arındırabilmek adına bu tezde ortak bölen olarak bir önceki dönemin hisse senedi piyasa değeri kullanılmaktadır.

Literatürde Fiyat Modeli kullanılarak değer ilişkisinin ölçüldüğü hisse senedi fiyatının genel olarak Mart ayının son işlem günü kapanış fiyatı olduğu görülmektedir. Bunun temel sebebinin mali yıl kapanışı Aralık ayı olan firmaların Mart ayı içerisinde

⁴⁵ Ayrıca yazarların regresyonlarında yıl kukla değişkenleri de bulunmaktadır. Ayrıca toplam varlıklara göre de bütün değerler bölünerek regresyon sonuçları okuyucunun bilgisine sunulmaktadır; fakat, bu tip bölme literatürde yaygın bir şekilde kullanılmadığı için bu tezde bu konuya değinilmemektedir.

⁴⁶ Gizli bilgi sorunu Kothari ve Zimmerman (1995) tarafından da vurgulanmakta ve güncel hisse senedi fiyatlarının kazançların sürpriz ve gizli kalan etkileri de dahil toplam etkilerini yansıttığı ifade edilmektedir.

finansal raporlarını yayınlamak kamu ile paylaşımları olduğu bilinmektedir. Öte yandan, Fiyat Modeli'ni kullanarak değer ilişkisi analizi yapan literatürdeki kimi çalışmalar (örneğin: Gregory ve diğ., 2005; Lang ve diğ., 2006; Barth ve diğ., 2008; Barth ve diğ., 2012) da Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatını değer ilişkisini ölçmek için kullanmaktadır. Gregory ve diğ. (2005) Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatını kullanmanın gerekçesi olarak, açıklanan muhasebe verilerinin piyasa tarafından absorbe edilerek fiyatlara yansıtılması için piyasaya yeterli zamanın verilmesini göstermektedir.⁴⁷ Ayrıca literatürdeki bazı çalışmalar (örneğin: Gjerde ve diğ., 2011; Lourenço ve diğ., 2012; Hail, 2013; Pervan ve Bartulovic, 2014; Patatoukas ve diğ., 2015) tarafından mali yıl sonu ayının son işlem günü kapanış fiyatı kullanılarak değer ilişkisi ölçülmektedir. Her ne kadar literatürde kullanılmakta olsa da henüz açıklanmamış bir muhasebe verisinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkilerini görmek çok belirgin olamayabilir. O yüzden bu tezde kullanılan Fiyat Modeli, bahsi geçen ilk iki hisse senedi fiyatını baz almaktadır.

$$\text{Model (1)} \quad PD_{3,i,t+1} = \text{ÖDD}_{3,i,t} + K_{3,i,t} \quad (1)$$

$$\text{Model (2)} \quad PD_{6,i,t+1} = \text{ÖDD}_{6,i,t} + K_{6,i,t} \quad (2)$$

Model (1)'de hisse senedi fiyatı mali yıl kapanışından sonraki Mart ayının son işlem günü kapanış fiyatı olarak düşünülmekte iken Model (2)'de hisse senedi fiyatı mali yıl kapanışından sonraki Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatıdır. PD, belirtilen tarihteki piyasa değerini sembolize etmektedir. Her iki modelde de harflerden sonra gelen 3 ve 6 rakamları sırasıyla Mart ve Haziran aylarını simgelemektedir. ÖDD ve K harfleri özkaynaklar defter değeri ve kazançları göstermektedir.⁴⁸ i ve t ise sırasıyla firma ve yılları göstermektedir. Yukarıda da detaylıca bahsedildiği üzere her iki modeldeki bütün değişkenler, bir önceki döneme ait hisse senedi piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Model (1)'deki ortak bölen, bir önceki Mart ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanmış piyasa değeri (yani $PD_{3,i,t}$) iken Model (2)'deki ortak bölen, bir önceki Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanmış piyasa değeridir (yani $PD_{6,i,t}$). Diğer bir deyişle, her iki modelde de değişkenleri takip eden rakamlar hem piyasa

⁴⁷ Ayrıca Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatını kullanmak, araştırmacının amacı ile yakından ilintilidir. Örneğin, kurumsal sosyal sorumluluk raporlamasının değer ilişkisini analiz eden Reverte (2016), bu raporlama Mart ve Haziran ayları arasında yapıldığı için Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatını kullandığını söylemektedir.

⁴⁸ Bu tez boyunca kullanılan kazançlar, konsolide net karı ifade etmektedir.

değerinin hem de ortak bölenin hesaplandığı dönemleri işaret etmektedir. Örneğin, 2010 yılı muhasebe verilerinin Model (1) kullanılarak elde edilen değer ilişkisi aşağıdaki eşitlikte gösterilmektedir:

$$\frac{PD_{2011}}{PD_{2010}} = \frac{\text{ÖDD}_{2010}}{PD_{2010}} + \frac{K_{2010}}{PD_{2010}} \quad (3)$$

3. Eşitlikte kullanılan piyasa değerleri, ilgili yılın Mart ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanmaktadır. Eğer Model (2) kullanılmış olsaydı, 3. Eşitlikteki piyasa değerleri, ilgili yılın Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanırdı.

Bu tezin temel araştırma konusu toplam değer ilişkisinin ve çeşitli muhasebe kalemlerinin değer ilişkilerinin farklı finansal kaldıraç seviyelerine göre zaman içindeki değişimlerini incelemektir. Her sene için finansal kaldıraç seviyesine göre firmalar beşte birlik (*quintile*) sınıflarda gruplandırılmaktadır. Örneğin en düşük kaldıraçlı firmalar birinci grupta yer almakta iken en yüksek kaldıraçlı firmalar beşinci grupta bulunmaktadır. Örneklemin tümü yerine ayrı ayrı her sene için kaldıraç seviyelerine göre gruplama yapmak, ilgili yıldaki en yüksek kaldıraç kullanan firmaların ilgili beşte birlik gruplara düşmesini sağlayarak beşte birliklerin daha homojen olmasını sağlayabilecektir. Örneğin, belirli bir sene kredi faizleri çok düşük olduğu için bir ülkedeki bütün firmalar hadlerinden fazla kısa vadeli kredi kullanmış olsun. Her ülkeye dair bütün bir örneklem için beşte birlik gruplar yapıldığında en yüksek kaldıraçlı beşte birlik, yüksek kredi hacimli yıla ait olacağından diğer yıllardaki yüksek kaldıraç kullanan firmaların en yüksek kaldıraçlı sınıfta yer almamalarına sebep olabilir. Böylelikle her sene için finansal kaldıraçlarına göre sınıflama yapmak, hem her senenin nihai analizde tam temsiline sebep olmakta hem de örneklem seçim yanılığını minimize etmektedir.

Bu tezde kullanılan finansal kaldıraçın, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar toplamının, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamına oranı olduğuna bir önceki bölümde detaylıca değinilmektedir. Model (1) için kullanılan finansal kaldıraç oranının paydasında yer alan hisse senetlerinin piyasa değeri, Mart ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanmakta iken Model (2) için kullanılan finansal kaldıraç oranının paydasında yer alan hisse

senetlerinin piyasa değeri, Haziran ayının son işlem günü kapanış fiyatı baz alınarak hesaplanmaktadır.

Her ülke için yıllık örneklem sayısı yetersiz olduğu için her sene için R^2 değerleri elde edilip o doğrultuda bir zaman serisi analizi yapılamamaktadır. Örneğin, her sene için elde edilen beşte birlikler için örneklem sayısı, yıllık örneklem sayısının beşte birine tekabül etmektedir. Bu durum, özellikle Meksika ve Türkiye için bu tip regresyonların yapılmasına engel teşkil etmektedir. 2005 yılı için toplam gözlem sayısı 47 olan Meksika’da her bir beşte birlik alt örneklem yaklaşık olarak 9 ya da 10 gözlem içermektedir ve bu durum her yıl için beşte birliklerin toplam değer ilişkisinin tespitini mümkün kılmamaktadır. Bu yüzden zaman içindeki değişimler analiz konusu zaman diliminin iki eşit döneme bölünmesi ile incelenmektedir. 2005-2009 yılları arası ilk beş yıllık dönem ilk dönem, 2010-2014 yılları arası ikinci beş yıllık dönem ise ikinci dönem olarak düşünülmektedir.

5.3 Araştırma Yöntemi

Değer ilişkisi, Model (1) ve Model (2) için en küçük kareler yöntemi (EKK) ile STATA istatistik programı kullanılarak elde edilmektedir. EKK yönteminin amacı, regresyondan elde edilen her bir tahmini değer ile bunlara tekabül eden gerçek değerler arasındaki farkların karelerinin toplamını minimize etmektir. Böylelikle regresyon katsayılarının daha yansız ve etkin olarak elde edildiği düşünülmektedir (Greene, 2003). Greene (2003) tarafından da belirtildiği üzere üç çeşit en küçük kareler (EKK) yöntemi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, havuz EKK olarak da bilinen yöntemdir ve bu yöntem genel matris notasyonu ile 4. Eşitlikte gösterilmektedir.⁴⁹ Bu yöntemde sabit terim (z'_i) yalnızca sabit terim içerdiği için regresyon katsayılarının etkin ve yansızlığı sağlanmış olur. Eğer z'_i 'de sabit terime ek olarak gözlemlenemeyen fakat x'_{it} ile ilişkin bileşenler varsa havuz EKK yöntemi etkin ve yansız regresyon katsayıları sunmamış olur. Bu durumda z'_i , diğer bir deyişle, grup özelinde (firma, endüstri veya yıl gibi) sabit terimler içerdiği için havuz EKK bu terimleri yakalayamaz. İkinci tip yöntem olan sabit etkiler EKK yöntemi, 5. Eşitlikte de gösterildiği gibi zamana göre değişmeyen ve gözlem-sabit α_i ifadesini içererek gözlemlenemeyen bileşenlerin regresyon katsayısının etkinliğine ve yansızlığına etki etmesine engel olur. Literatürde

⁴⁹ ' işareti ilgili değişkenin devrik matrisini (*transpose*) ifade etmektedir.

bu yaklaşım, her bir grup için (firma, endüstri veya yıl gibi) ayrı bir kukla değişken atama ile de bilinmektedir. Allison (2006) tarafından da altı çizildiği üzere her bir grup, kendi kukla değişkeni ile kontrol edilerek grup özelindeki gözlemlenemeyen ya da ölçümlenemeyen bileşenlerin etkisinden regresyon katsayıları arındırılmış olur. Bu yöntem, her bir değişkeni, bütün zaman dilimi boyunca bulunan ortalamalarından arındırarak grup özelindeki etkiler elimine edilmiş olur (Devalle ve diğ., 2010). Model (1) ve Model (2) için bu arındırmalar firma bazlı yapılarak 6. ve 7. Eşitliklerde gösterilmektedir:

$$y_{it} = x'_{it} \beta + z'_i \alpha + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$y_{it} = x'_{it} \beta + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$PD3_{i,t+1} - \overline{PD3}_i = (\overline{ÖDD3}_{i,t} - \overline{ÖDD3}_i) + (K3_{i,t} - \overline{K3}_i) \quad (6)$$

$$PD6_{i,t+1} - \overline{PD6}_i = (\overline{ÖDD6}_{i,t} - \overline{ÖDD6}_i) + (K6_{i,t} - \overline{K6}_i) \quad (7)$$

$$y_{it} = x'_{it} \beta + \alpha + u_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Greene (2003) tarafından bahsedilen diğer bir EKK yöntemi ise rassal etkiler modelidir. z'_i 'de sabit terime ek olarak gözlemlenemeyen fakat x'_{it} ile ilişkin bileşenler varsa havuz EKK yöntemi etkin ve yansız regresyon katsayıları sunmamış olduğu yukarıda tartışılmıştı. z'_i 'nin x'_{it} ile ilişkili olan bileşenlerinin grup özelinde sabit değil de tesadüfi bir şekilde varlığı bulunuyorsa rassal etkiler EKK yönteminin kullanılması uygun olacaktır. Rassal etkiler EKK yönteminde, 8. Eşitlikte de gösterildiği üzere, grup özelinde mütemadi bir rassal etkileşimin (u_i) regresyon üzerindeki etkinliği mevcuttur. Özetlemek gerekirse, sabit etkiler EKK yönteminde gözlemlenemeyen bileşenler grup özelinde sabit olarak düşünülmekte iken rassal etkiler EKK yönteminde gözlemlenemeyen bileşenler grup özelinde fakat rassal olarak düşünülmektedir.

EKK yöntemi olarak yukarıda bahsedilen üç yaklaşımdan hangisinin en etkin ve yansız regresyon katsayıları sunacağına tespiti Hausman Testi yapılarak anlaşılmaktadır. Her ülke için nihai örneklemlere hem rassal EKK yöntemi hem de sabit etkiler EKK yöntemi uygulanarak Hausman Test sonuçları elde edilmektedir. Bütün ülkeler için Hausman Testi'nin vermiş olduğu Chi-kare değerleri, Hausman Testi'nin ana hipotezi olan her iki modelin uygulanmasının arasında bir fark olmadığını reddetmekte ve alternatif hipotez olan sabit etkiler EKK yöntemi

kullanılmasının uygun olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla bu tezde sabit etkiler EKK yöntemi kullanılmaktadır.

Literatürde sabit etkiler yönteminin kullanılması oldukça tartışılan bir nokta olarak göze çarpmaktadır. Lemmon ve diğ. (2008) ve Gropp ve Heider (2010) tarafından altı çizildiği üzere sabit etkileri firma özelinde düşünmek, regresyon katsayılarının yansızlığı ve etkinliği için son derece önemlidir. Böylelikle firma özelindeki gözlemlenemeyen değişkenlerin yakalanması ve bunların etkilerinden arındırılmış regresyon katsayılarının yorumlanması daha sağlıklı olacaktır. Diğer bir yandan, De Jonghe ve Öztekin (2015) tarafından da vurgulandığı üzere gözlemlenemeyen değişkenlerin bir diğer kaynağı da yıl özelindeki etkilerdir. Örneğin, firma özelindeki sabit etkilerin düşünülmesi, regresyon katsayıları üzerinde seçim yılı ve krizler gibi zamana bağlı olayların etkisine etki etmeyecektir. Dolayısıyla yıl özelindeki etkenler de gözlemlenemeyen değişikliklerin yakalanarak daha yansız ve etkin regresyon katsayılarının elde edilmesi açısından yüksek öneme sahiptir.

Bir önceki bölümde de belirtildiği üzere bu tezin ana konusu, farklı kaldıraç seviyelerindeki muhasebe verilerinin değer ilişkisinin zaman içindeki değişimleridir. Dolayısıyla Model (1) ve Model (2)'yi STATA istatistik programında doğrudan sabit etkiler kodu ile farklı zaman aralıklarına göre analiz etmek, sabit etkilerin doğru hesaplanmamasına neden olacaktır. Örneğin, 2010 yılı öncesi yapılan analizde Eşitlik 6 ve 7'de gösterilen ortalama değerler belirtilen zaman için elde edilerek STATA istatistik programı istenen regresyonu uygulayacaktır. Halbuki sabit etkilerin zamandan bağımsız olarak düşünülmesi gerektiği için istatistik programına doğru bir şekilde değişkenlerin tanımlanması gerekmektedir. Dolayısıyla doğrudan kod ile sabit etkiler EKK yöntemini uygulamak yerine manuel olarak firma özelindeki sabit etkilerden Eşitlik 6 ve 7'de gösterildiği üzere değişkenleri arındırmak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Ayrıca yukarıda da değinildiği üzere sabit etkiler EKK yöntemi aynı zamanda kukla değişken atama yöntemi olarak da bilinmektedir. Dolayısıyla firma özelindeki sabit etkilerin arındırılmasından sonra regresyonlara her yıl için kuklalar eklemek, yıl özelindeki sabit etkilerden regresyon sonuçlarını arındıracaktır. Fakat bu yöntemde, regresyonlara ekstradan yıl kuklaları girdiği için R^2 ya da ayarlı R^2 değerleri de artış gösterecek, bu bağlamda değer ilişkisinin R^2 bazlı yorumlanmasında uygulamadan kaynaklı sorunlar meydana gelebilecektir. Bu

çekinceden dolayı, Eşitlik 6 ve 7’de hesaplanan firma özelindeki sabit etkilerden arındırılmış değişkenler, manuel olarak yıl özelindeki sabit etkilerden de arındırılmaktadır. Örneğin, $(PD_{3,i,t+1} - \overline{PD}_{3i})$ ifadesi A_{3it} , $(\overline{ÖDD}_{3i,t} - \overline{ÖDD}_{3i})$ ifadesi B_{3it} ve $(K_{3i,t} - \overline{K}_{3i})$ ifadesi de C_{3it} olmuş olsun. Bu minvalde Eşitlik 7’deki değerler de $(PD_{6,i,t+1} - \overline{PD}_{6i})$ için A_{6it} ’ya, $(\overline{ÖDD}_{6i,t} - \overline{ÖDD}_{6i})$ için B_{6it} ’ya ve $(K_{6i,t} - \overline{K}_{6i})$ için C_{6it} ’ya tekabül edecektir. O halde bu terimlerin yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılması, Eşitlik 9 ve 10’da gösterildiği gibi yapılacaktır:

$$A_{3i,t+1} - \overline{A}_{3t} = (B_{3i,t} - \overline{B}_{3t}) + (C_{3i,t} - \overline{C}_{3t}) \quad (9)$$

$$A_{6i,t+1} - \overline{A}_{6t} = (B_{6i,t} - \overline{B}_{6t}) + (C_{6i,t} - \overline{C}_{6t}) \quad (10)$$

Eşitlik 9 ve 10’da gösterilen nihai değişkenler elde edildikten sonra Model (1) ve Model (2) bu değişkenler kullanılarak regresyonlara tabi tutulmaktadır. Model (1) ve Model (2), bu tezde kullanılan genel denklemleri sembolize ettikleri için Model (1) ve Model (2) gösterimleri yalnızca değişken bazında yapılmaktadır. Regresyon neticesinde elde edilen katsayılar ile birlikte her iki model de istatistiksel olarak Eşitlik 11 ve 12’de gösterilmektedir.

$$A_{3i,t+1} - \overline{A}_{3t} = \beta_0 + \beta_1 (B_{3i,t} - \overline{B}_{3t}) + \beta_2 (C_{3i,t} - \overline{C}_{3t}) + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

$$A_{6i,t+1} - \overline{A}_{6t} = \beta_0 + \beta_1 (B_{6i,t} - \overline{B}_{6t}) + \beta_2 (C_{6i,t} - \overline{C}_{6t}) + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Eşitlik 11 ve 12’de gösterilen β_0 , β_1 ve β_2 katsayıları sırasıyla sabit terimi (*intercept term*), ÖDD’nin regresyon katsayısını ve kazançların regresyon katsayısını göstermektedir. ε regresyon sonucu elde edilen artık terimi sembolize etmektedir. i ve t ise sırasıyla firma ve yılları göstermektedir. Regresyonların bağımlı değişkenleri bir önceki dönemki piyasa değerine bölünmüş ve firma özelindeki sabit etkiler ile yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılmış piyasa değerleridir. Regresyonların bağımsız değişkenleri ise bir önceki dönemki piyasa değerine bölünmüş ve firma özelindeki sabit etkiler ile yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılmış ÖDD ile bir önceki dönemki piyasa değerine bölünmüş ve firma özelindeki sabit etkiler ile yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılmış kazançlardır.

Regresyonlar neticesinde bulunan artık terimlerin sağlıklı sonuçlar elde edilebilmesi adına oldukça önemli oldukları düşünülmektedir. Zira, gözlemler arası

artık terimlerin varyansının sabitliği, EKK yönteminin temel varsayımlarından biridir (Greene, 2003). Bu varsayım oldukça güçlüdür ve bu varsayımın genellikle tutmadığı bilinmektedir. Greene (2003) tarafından da belirtildiği üzere bu varsayımın tutmaması, EKK tahmin edicilerinin yansız, tutarlı ve asimptotik olarak normal dağılım göstermelerine engel teşkil etmemektedir. Fakat bu sorun, regresyon katsayılarının istatistiki anlamlılık derecelerini etkilemektedir. Bu sorun için bilinen en genel çözüm, varyansların çeşitli kümelerde sabit kaldığını varsayarak kümeleme yapmaktır. Bu tezde artık terimlerin varyanslarının firmalar seviyesinde sabit kaldığı düşünölmekte ve kümeleme bu minvalde yapılmaktadır. Ayrıca regresyonlarda kullanılan bütün değerler ortak bir değer ile bölündüğü için regresyonlarda doğrudan parasal bir değer bulunmamakta ve bunun da sabit olmayan varyans sorununa çözüm olabildiğinin Kothari ve Zimmerman (1995) tarafından altı çizilmektedir.

Elde edilen regresyon katsayılarının istatistiki kıyası, Wald Testi uygulanarak yapılmaktadır. Bagna ve diğ. (2010) tarafından da belirtildiği üzere Wald Testi, incelenecek regresyon katsayılarının eşitliğini sıfır hipotezi olarak almakta, Ki-kare istatistiki değerlerinin %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı raporlanması halinde sıfır hipotezi reddedilmektedir. Diğeri bir deyişle, regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı raporlanması, regresyon katsayılarındaki değişimin istatistiki olarak yorumlanabilirliğine işaret etmektedir. Clogg ve diğ. (1995) ve Paternoster ve diğ. (1998) gibi yazarlarca çeşitli regresyon katsayısı kıyaslama yöntemlerinin birbirlerine olan üstünlükleri tartışılmakta ve birtakım tavsiyelerde bulunmaktadır. Bu tezdeki regresyon katsayıları kıyasının birbirleri ile tutarlı olması ve Paternoster ve diğ. (1998) tarafından da altı çizildiği üzere örneklem büyüklüğünden etkilenmemesi adına (Meksika'da ilk dönemki beşte birlikler için gözlem sayısının çok küçük olduğunun hatırlatılmasında fayda görölmektedir) doğrudan STATA istatistik programı tarafından sunulan "test" kodu ile regresyon katsayıları kıyası yapılmaktadır.

Curto ve diğ. (2011) tarafından detaylı bir şekilde analiz edildiği üzere uç değerlerin regresyon katsayıları üzerinde oldukça önemli bir etkisi bulunmaktadır. Uç değerleri örneklemlerden çıkarma yöntemi, hem gözlem kaybına sebep olacağı hem de çıkarmanın ilk başladığı değişkenin takip eden diğeri değişkenlerin çıkarılmasını doğrudan etkileyeceği için bu tezde tercih edilmemektedir. Bunun yerine, ortak bölen

ile bölünmüş bütün ÖDD, kazançlar ve piyasa değeri ile finansal kaldıraç değerlerine ilişkin minimum ve maksimum düzeylerde bulunan en uç değerler, regresyon katsayılarını bu değerlerin olası etkilerinden korumak adına, %1 seviyesinde bastırılmaktadır. Kimi çalışmalarda her ne kadar bu bastırma seviyesi %0.5'ten başlayıp %5'lere kadar çıksa da literatürde ağırlıklı olarak %1 seviyesinin kullanıldığı görülmektedir.



6 ARAŞTIRMA BULGULARI

6.1 Betimleyici İstatistikler

Bir önceki bölümde de detaylıca üzerinde durulduğu üzere finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu değişkenlerin sonundaki rakamlar, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü ayı göstermektedir. Örneğin, TV3 toplam varlıkların bir önceki Mart ayı piyasa değerine bölünmesi ile elde edilmekte iken ÖDD6 özkaynaklar defter değerinin bir önceki Haziran ayı piyasa değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Ayrıca ortalama değerler, uç değerler her ne kadar %1 seviyesinde bastırılrsa da, uç değerlerin etkisine fazlaca açık olduğu için bu bölümde genellikle medyan değerler hakkında yorumlar yapılacaktır.

Tablo 3'te her ülke için toplam örneklemle ilişkin betimleyici istatistikler sunulmaktadır. TV3 ve TV6'ya ilişkin ortalama ve medyan değerlerinin en yüksekini Kore'de ve en düşük ortalama (medyan) değerinin Türkiye'de (Meksika'da) olduğu görülmektedir. Ortalama ve medyan ÖDD3 ve ÖDD6 değerleri için de aynı sonuca ulaşılmaktadır. Medyan ÖDD6 ve ÖDD3 değerlerinin ekonomik yorumu olarak Kore'de bir önceki dönemki hisse senetleri piyasa değerinin güncel ÖDD'den daha düşük olduğu düşünülebilir. Kore'deki her iki çeşit piyasa bazlı hesaplanan finansal kaldıraçların ortalama ve medyan değerlerinin ÖDD bazlı hesaplanan finansal kaldıraçların ortalama ve medyan değerlerine, diğer üç ülkeye kıyasla, oldukça yakın olması, bir önceki cümledeki ekonomik yorumu teyit eder niteliktedir. Ortalama ve medyan FKAL3 ve FKAL6 değerlerinin en yüksek olarak Kore'de ve en düşük olarak Türkiye'de bulunduğu görülmektedir. Fakat, Meksika'da her iki çeşit piyasa bazlı hesaplanan finansal kaldıraç oranlarının ortalama ve medyan değerlerinin Türkiye'nin değerlerine oldukça yakın olarak kaydedilmektedir. Bütün kaldıraç değerleri için Kore'nin varyasyon katsayısının (standart sapmanın ortalamaya oranı) diğer ülkelere göre daha düşük olması, dağılımın diğer ülkelere göre daha az olduğunu, yani Kore'deki finansal kaldıraç değerlerinin ortalama etrafında daha fazla yoğunlaştığını göstermektedir. Zaten bu durum, Kore'deki FKAL3 ve FKAL6 değerlerinin medyan ve ortalamalarının birbirine diğer ülkelere göre daha yakın olmasından da

anlaşılmaktadır. Medyan K3 ve K6 değerleri, Endonezya firmalarının karlılık açısından en iyi performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye ve Meksika'nın medyan K3 ve K6 değerlerinin birbirine çok yakın olduğu ve Kore firmalarının medyan karlılıklarının en düşük olduğu da Tablo 3'te verilmektedir.⁵⁰ PD3 ve PD6 değerleri, firmaların bir önceki döneme göre piyasa değerlerini arttırmalarını gösteren son derece önemli bir indikatördür. Medyan PD3 ve PD6 değerlerinin en yüksek olduğu ülkenin Meksika olduğu görülmektedir. Meksika firmalarının, medyanda, diğer ülke firmalarına göre piyasa değerlerini bir önceki döneme göre daha fazla artırmayı başarabildiği görülmektedir. Kore'de medyan PD 3 ve PD6 değerlerinin birbirine oldukça yakın olduğu, Türkiye'de ise Kore'deki kadar yakın değerler olmasa da bu iki değer birbirine yakın olduğu gözlemlenmektedir. Endonezya için raporlanan medyan PD6 değerinin 1'e çok yakın olması, Endonezya firmalarının piyasa değerlerini bir önceki Haziran ayına göre artırma konusunda iyi bir performans ortaya koymadıkları şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 4'te (5'te) Mart (Haziran) ayı piyasa değerine göre hesaplanmış finansal kaldıraç büyüklükleri düşünülerek firmalar beşte birlik dilimlere ayrılmakta ve her bir dilim için çeşitli değişkenler için ortalama ve medyan değerleri sunulmaktadır. En düşük ortalama ve medyan PD3 ve PD6 değerlerinin finansal kaldıraç en yüksek olan beşte birlik gruba ait olduğu görülmektedir. Bu istatistiğin ekonomik yorumu olarak, Meksika hariç diğer ülkelerde finansal kaldıraç en yüksek olduğu firmaların medyan piyasa değerlerinin, bir önceki dönemin piyasa değerlerinin altına düşmesi söylenebilir. Ayrıca, finansal kaldıraç en yüksek olan beşte birlik grupta en yüksek ÖDD3 ve ÖDD6 değerlerinin bulunması, bu grupta yer alan firmaların primsiz işlem gördüğü anlamına gelmektedir. Finansal kaldıraç arttıkça, ÖDD'nin bir önceki piyasa değerinden daha fazla olduğu görülmekte; bu bağlamda finansal kaldıraç piyasa değeri ve ÖDD arasındaki ilişkiye ters oranlı bir tesir ettiği anlaşılmaktadır. Kaldıraç ve K3 ile K6 arasındaki ilişki her ne kadar oransal olarak belirgin değilse de finansal kaldıraç en yüksek olan beşte birlik grupta ciddi bir karlılık problemi olduğu, negatif olarak raporlanan ortalama K3 ve K6 değerleri tarafından gösterilmektedir. Tablo 4 ve Tablo 5, ikinci, üçüncü, dördüncü ve beşinci beşte birliklere ilişkin en düşük FKAL3 ve FKAL6 değerlerinin Türkiye'ye ve en yüksek FKAL3 ve FKAL6 değerlerinin

⁵⁰ Bütün ülkeler içinde yalnızca Kore için ortalama K3 ve K6 değerlerinin negatif olarak raporlanması, bir diğer önemli istatistik olarak göze çarpmaktadır.

Kore'ye ait olduğunu göstermektedir.⁵¹ Ayrıca Kore'de en az borçluluk düzeyindeki beşte birliğin ortalama finansal kaldıracı %4 civarında iken diğer üç ülkedeki en az borçluluk düzeyindeki beşte birliklerin ortalama finansal kaldıracının %1 ya da %0 olduğu görülmektedir. Endonezya'nın finansal kaldıracı en yüksek olan beşte birlik grubunun medyan ve ortalama finansal kaldıraç değerlerinin Kore'ye çok yakın olduğu bir diğer önemli betimsel istatistik olarak göze çarpmaktadır.

6.2 Korelasyon Matrisi

Tablo 6, 7, 8 ve 9'da her ülke bazında ayrı ayrı sunulan korelasyon matrisleri, her iki finansal kaldıraç çeşidi için oluşturulan beşte birliklere ilişkin piyasa değeri, ÖDD ve kazançlar arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu tablolarda herhangi bir iki değişken arasındaki korelasyonun %5 ya da daha yüksek bir seviyede istatistiki olarak anlamlı bulunması, yıldız ile sembolize edilmektedir. FKAL3'e göre oluşturulan Kore hariç her ülkenin toplam örneklemesinde ÖDD3 ile K3 arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Fakat FKAL3'ya göre oluşturulan toplam örneklemdeki ÖDD6 ile K6 arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde negatif olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, her iki finansal kaldıraç çeşidi için de toplam örneklemdeki PD ve ÖDD ile PD ve K değişkenleri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu gösterilmektedir.

Her ülke için her finansal kaldıraç çeşidine göre örneklem beşte birlik gruplara ayrıldığından dolayı her beşte birlik için yukarıdakine benzer bir genelleme yapmak mümkün görünmemektedir. Bu yüzden, her ülke için beşte birliklerde hakim olan korelasyon katsayılarının beklenen aksine pozitif olmayanlarının yorumlanması daha uygun olacaktır. Meksika'da her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen ilk beşte birlik grubun PD ve ÖDD korelasyon katsayısının ve her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen son beşte birlik grubun ÖDD ve K korelasyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Endonezya'da her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen ilk beşte birlik grubun ÖDD ve K korelasyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde negatif olduğu ve bu grup için PD ve

⁵¹ Hem ülkeler arası yasal, politik, kurumsal ve kültürel farklılıklar ile finansal raporlama uygulamalarındaki farklılıklar hem de analiz konusu ülkelerdeki beşte birliklerin finansal kaldıraç seviyeleri birbirlerinden oldukça farklı olduğu için bütün gözlemlerin tek bir örneklem içinde havuzlanması yerine her ülke için ayrı ayrı analiz yapılmasının uygun olduğu düşünülmektedir.

K korelasyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca, Endonezya için her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen ikinci ve son beşte birlik gruplarda ÖDD ve K korelasyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Kore’de yalnızca FKAL3 için elde edilen üçüncü beşte birlik grup hariç bütün beşte birlik gruplarda ÖDD ve K arasındaki korelasyon katsayıları ya istatistiki olarak anlamlı bir şekilde raporlanmamakta ya da istatistiki olarak anlamlı bir şekilde negatif olarak raporlanmaktadır. Buna ek olarak Kore için her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen yalnızca son üç beşte birlik grup için PD ve K arasındaki korelasyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif olduğu görülmektedir. Son olarak, Türkiye için her iki finansal kaldıraç çeşidine göre elde edilen son beşte birlik grupta ÖDD ve K arasındaki korelasyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde negatif olduğu, diğer gruplar için ise bir iki istisna haricinde bütün korelasyon katsayılarının istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif olduğu anlaşılmaktadır.

Korelasyon matrisi iki değişken arasındaki mekanik ilişkiyi, diğer değişkenlerin etkisini göz önüne almaksızın sunan bir ilişki tablosu olarak düşünülebilir. Bu matriste yer alan korelasyon katsayılarının büyük olması, olası bir çoklu-doğrusallık sorununa işaret edebilmektedir. Bir önceki bölümde detaylıca tartışıldığı üzere bütün bağımlı ve bağımsız değişkenler istatistik programı regresyon kodları yerine manuel olarak önce firma özelindeki sonra da yıl özelindeki sabit etkilerden arındırıldığı için Tablo 6, 7, 8 ve 9’da yer alan korelasyon matrisindeki değişkenler regresyonlara doğrudan dahil edilmemektedir. Olası bir çoklu-doğrusallık sorununu tespit edebilmek için bu değişkenlerin sabit etkilerden arındırılmış versiyonlarının dahil edildiği bütün regresyonlardan sonra varyans genişlik faktörü (*variance inflation factor*) değerleri elde edilmektedir. Bütün regresyonlar için elde edilen varyans genişlik faktörü değerleri, kritik eşik olan 10 değerinin oldukça altındadır. Diğer bir deyişle, kritik eşikten oldukça küçük olan varyans genişlik faktörü değerleri, regresyon sonuçlarının herhangi bir çoklu-doğrusallık sorunundan etkilenmediğini ortaya koymaktadır.

Tablo 3 Bütün Örneklemeler İçin Betimleyici İstatistikler

TV, PD, ÖDD, K, FKAL ve ÖKAL değişkenleri sırasıyla toplam varlıkları, piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları, piyasa bazlı finansal kaldıraç ve özkaynaklar bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu değişkenlerin sonundaki rakamlar, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü ayı göstermektedir. N, ORT, MED, SS, MIN ve MAX istatistiki göstergeleri ise sırasıyla örneklemdeki gözlem sayısını, ortalamayı, medyanı, standart sapmayı, minimum ve maksimum değerleri ifade etmektedir. Panel A'da Meksika'ya, Panel B'de Endonezya'ya, Panel C'de Kore'ye ve Panel D'de Türkiye'ye ilişkin sonuçlar sunulmaktadır.

	PANEL A: MEKSİKA						PANEL B: ENDONEZYA					
	N	ORT	MED	SS	MIN	MAX	N	ORT	MED	SS	MIN	MAX
TV3	536	2.7640	1.5280	3.4620	0.2910	20.1900	1624	2.9690	1.8580	3.2670	0.1430	18.0700
PD3	536	1.2820	1.1550	0.6690	0.2870	4.2860	1624	1.4090	1.0690	1.1730	0.2290	8.9080
ÖDD3	536	1.1280	0.7050	1.2070	0.0958	7.3100	1624	1.2090	0.8360	1.2860	0.0450	7.6740
K3	536	0.0509	0.0555	0.2080	-0.9620	0.7030	1624	0.0571	0.0627	0.2150	-1.0310	0.7850
FKAL3	536	0.2620	0.2040	0.2360	0	0.8940	1624	0.2920	0.2280	0.2640	0	0.9050
TV6	536	2.6200	1.4920	3.2580	0.2760	20.1900	1624	2.6630	1.7460	2.8330	0.1260	15.4700
PD6	536	1.1930	1.1120	0.4830	0.2540	3.4050	1624	1.2090	1.0070	0.7450	0.2400	5.5500
ÖDD6	536	1.0560	0.6690	1.0630	0.0852	5.5050	1624	1.0840	0.7730	1.0710	0.0414	6.0810
K6	536	0.0435	0.0548	0.1970	-0.9300	0.5900	1624	0.0469	0.0607	0.1850	-0.9230	0.6150
FKAL6	536	0.2570	0.1960	0.2310	0	0.8860	1624	0.2830	0.2210	0.2590	0	0.8900
ÖKAL	536	0.3130	0.3010	0.2220	0	0.8790	1624	0.3320	0.3340	0.2420	0	0.8760

Tablo 3 - Devam Bütün Örneklemeler İçin Betimleyici İstatistikler

TV, PD, ÖDD, K, FKAL ve ÖKAL değişkenleri sırasıyla toplam varlıkları, piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları, piyasa bazlı finansal kaldıraç ve özkaynaklar bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu değişkenlerin sonundaki rakamlar, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü ayı göstermektedir. N, ORT, MED, SS, MIN ve MAX istatistiki göstergeleri ise sırasıyla örneklemdeki gözlem sayısını, ortalamayı, medyanı, standart sapmayı, minimum ve maksimum değerleri ifade etmektedir. Panel A'da Meksika'ya, Panel B'de Endonezya'ya, Panel C'de Kore'ye ve Panel D'de Türkiye'ye ilişkin sonuçlar sunulmaktadır.

	PANEL C: KORE						PANEL D: TÜRKİYE					
	N	ORT	MED	SS	MIN	MAX	N	ORT	MED	SS	MIN	MAX
TV3	6547	3.6380	2.4640	3.9460	0.2750	25.6400	1426	2.2520	1.6710	2.0990	0.1790	13.3100
PD3	6547	1.2230	1.0550	0.6560	0.3230	4.2940	1426	1.2130	1.0200	0.6840	0.3340	4.3290
ÖDD3	6547	1.4990	1.1560	1.2680	0.1570	7.6680	1426	0.9970	0.7840	0.8160	0.0654	4.6320
K3	6547	-0.0004	0.0525	0.2780	-1.6180	0.5220	1426	0.0413	0.0548	0.1780	-0.7870	0.5530
FKAL3	6547	0.3650	0.3430	0.2600	0	0.9210	1426	0.2420	0.1910	0.2200	0	0.8060
TV6	6547	3.5660	2.3960	3.8910	0.2900	25.5300	1426	2.1780	1.6900	1.8660	0.1930	11.3100
PD6	6547	1.1660	1.0530	0.5210	0.3580	3.4540	1426	1.1480	1.0320	0.4830	0.3780	3.2690
ÖDD6	6547	1.4670	1.1340	1.2200	0.1430	7.0580	1426	0.9750	0.7770	0.7610	0.0556	4.2450
K6	6547	-0.0079	0.0517	0.2790	-1.6720	0.4670	1426	0.0345	0.0558	0.1750	-0.8500	0.4500
FKAL6	6547	0.3620	0.3390	0.2600	0	0.9240	1426	0.2390	0.1870	0.2170	0	0.7760
ÖKAL	6547	0.3450	0.3570	0.2140	0	0.7980	1426	0.2840	0.2690	0.2280	0	0.8130

Tablo 4 Her Beşte Birlik İçin Betimleyici İstatistikler (Mart Bazlı)

TV, PD, ÖDD, K, FKAL ve ÖKAL değişkenleri sırasıyla toplam varlıkları, piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları, piyasa bazlı finansal kaldıraç ve özkaynaklar bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu değişkenlerin sonundaki 3 rakamı, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü ay olan Mart ayını göstermektedir. Her Panel'in altında yer alan 1'den 5'e kadar olan rakamlar finansal kaldıraç seviyelerine göre sınıflandırılmış beşte birlik grupları sembolize etmektedir. ORT ve MED istatistiki göstergeleri ise sırasıyla ortalamayı ve medyayı ifade etmektedir. Panel A'da Meksika'ya, Panel B'de Endonezya'ya, Panel C'de Kore'ye ve Panel D'de Türkiye'ye ilişkin sonuçlar sunulmaktadır.

PANEL A: MEKSİKA										
	1		2		3		4		5	
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED
TV3	1.27	0.89	1.32	0.92	1.60	1.28	3.01	2.12	6.86	5.06
PD3	1.26	1.17	1.33	1.22	1.29	1.19	1.28	1.11	1.25	1.10
ÖDD3	0.79	0.50	0.68	0.46	0.77	0.58	1.26	0.90	2.19	1.68
K3	0.09	0.07	0.05	0.05	0.07	0.06	0.08	0.06	-0.03	0.03
FKAL3	0.01	0	0.10	0.10	0.21	0.21	0.37	0.35	0.64	0.64
ÖKAL	0.03	0	0.23	0.22	0.37	0.33	0.42	0.42	0.54	0.54
PANEL B: ENDONEZYA										
	1		2		3		4		5	
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED
TV3	1.37	0.74	1.57	1.02	2.27	1.57	3.22	2.38	6.46	5.68
PD3	1.50	1.15	1.63	1.26	1.53	1.10	1.34	1.00	1.04	0.94
ÖDD3	0.87	0.49	0.88	0.46	1.09	0.73	1.31	0.96	1.91	1.60
K3	0.07	0.07	0.08	0.07	0.08	0.07	0.07	0.05	-0.02	0.04
FKAL3	0.01	0	0.09	0.08	0.24	0.22	0.42	0.41	0.71	0.71
ÖKAL	0.03	0	0.22	0.19	0.36	0.34	0.45	0.45	0.60	0.60
PANEL C: KORE										
	1		2		3		4		5	
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED
TV3	1.43	1.18	1.97	1.61	2.80	2.29	3.81	3.37	8.20	6.30
PD3	1.33	1.13	1.35	1.15	1.25	1.08	1.16	1.03	1.03	0.93
ÖDD3	0.96	0.75	1.11	0.87	1.33	1.08	1.59	1.34	2.52	2.00
K3	0.06	0.07	0.04	0.06	0.03	0.06	0.00	0.04	-0.13	0.01
FKAL3	0.04	0.02	0.18	0.17	0.35	0.34	0.52	0.52	0.74	0.73
ÖKAL	0.07	0.03	0.26	0.23	0.36	0.35	0.47	0.46	0.57	0.58
PANEL D: TÜRKİYE										
	1		2		3		4		5	
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED
TV3	1.34	0.97	1.46	1.13	1.76	1.45	2.55	2.08	4.20	3.36
PD3	1.22	1.01	1.31	1.09	1.26	1.08	1.21	1.03	1.06	0.91
ÖDD3	0.79	0.58	0.91	0.65	0.80	0.71	1.07	0.89	1.42	1.15
K3	0.06	0.05	0.09	0.08	0.08	0.06	0.05	0.05	-0.08	-0.01
FKAL3	0	0	0.07	0.07	0.20	0.19	0.36	0.35	0.58	0.56
ÖKAL	0.01	0	0.14	0.11	0.32	0.29	0.42	0.40	0.53	0.54

Tablo 5 Her Beşte Birlik İçin Betimleyici İstatistikler (Haziran Bazlı)

TV, PD, ÖDD, K, FKAL ve ÖKAL değişkenleri sırasıyla toplam varlıkları, piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları, piyasa bazlı finansal kaldıraç ve özkaynaklar bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. Bu değişkenlerin sonundaki 6 rakamı, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü ay olan Haziran ayını göstermektedir. Her Panel'in altında yer alan 1'den 5'e kadar olan rakamlar finansal kaldıraç seviyelerine göre sınıflandırılmış beşte birlik grupları sembolize etmektedir. ORT ve MED istatistiki göstergeleri ise sırasıyla ortalamayı ve medyanı ifade etmektedir. Panel A'da Meksika'ya, Panel B'de Endonezya'ya, Panel C'de Kore'ye ve Panel D'de Türkiye'ye ilişkin sonuçlar sunulmaktadır.

PANEL A: MEKSİKA											
	1		2		3		4		5		
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	
TV6	1.19	0.82	1.20	0.94	1.48	1.21	2.75	2.10	6.70	5.37	
PD6	1.18	1.11	1.22	1.15	1.22	1.16	1.17	1.06	1.17	1.11	
ÖDD6	0.74	0.46	0.65	0.44	0.71	0.53	1.19	0.91	2.05	1.58	
K6	0.08	0.07	0.05	0.05	0.06	0.06	0.05	0.04	-0.02	0.05	
FKAL6	0.01	0	0.10	0.10	0.21	0.21	0.37	0.35	0.63	0.61	
ÖKAL	0.03	0	0.23	0.22	0.37	0.32	0.41	0.39	0.54	0.53	
PANEL B: ENDONEZYA											
	1		2		3		4		5		
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	
TV6	1.16	0.70	1.38	0.86	1.93	1.45	2.89	2.31	6.01	5.02	
PD6	1.26	1.07	1.38	1.13	1.26	1.04	1.15	1	0.99	0.95	
ÖDD6	0.75	0.45	0.76	0.40	0.94	0.71	1.18	0.92	1.8	1.59	
K6	0.07	0.06	0.07	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05	-0.03	0.04	
FKAL6	0.01	0	0.08	0.08	0.23	0.22	0.41	0.40	0.70	0.70	
ÖKAL	0.02	0	0.23	0.20	0.36	0.34	0.45	0.45	0.60	0.59	
PANEL C: KORE											
	1		2		3		4		5		
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	
TV6	1.38	1.14	1.9	1.61	2.7	2.25	3.79	3.32	8.07	5.95	
PD6	1.24	1.11	1.25	1.10	1.19	1.08	1.12	1.03	1.03	0.96	
ÖDD6	0.93	0.71	1.06	0.85	1.31	1.03	1.56	1.34	2.47	1.98	
K6	0.05	0.07	0.04	0.06	0.03	0.06	-0.01	0.04	-0.15	0	
FKAL6	0.04	0.02	0.18	0.17	0.34	0.34	0.52	0.52	0.74	0.73	
ÖKAL	0.07	0.03	0.26	0.23	0.37	0.36	0.47	0.46	0.57	0.58	
PANEL D: TÜRKİYE											
	1		2		3		4		5		
	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	ORT	MED	
TV6	1.29	1.02	1.46	1.13	1.63	1.41	2.39	2.11	4.17	3.43	
PD6	1.16	1.03	1.23	1.10	1.17	1.07	1.14	1.03	1.03	0.96	
ÖDD6	0.78	0.64	0.89	0.65	0.79	0.67	0.99	0.86	1.43	1.21	
K6	0.06	0.06	0.08	0.08	0.07	0.06	0.04	0.05	-0.09	-0.01	
FKAL6	0	0	0.07	0.07	0.20	0.19	0.36	0.35	0.58	0.56	
ÖKAL	0.01	0	0.14	0.11	0.32	0.28	0.43	0.41	0.53	0.53	

Tablo 6 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Meksika

PD, ÖDD, K ve FKAL değişkenleri sırasıyla piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları ve piyasa bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. FKAL değişkeninin sonundaki 3 ve 6 rakamları, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü aylar olan Mart ve Haziran aylarını göstermektedir. Panel A'da Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL3) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri; Panel B'de Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL6) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri sunulmaktadır. * %5 ve üzeri istatistiki anlamlılık seviyesini ifade etmektedir.

PANEL A: FKAL3'E GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.3376*	1		ÖDD	0.0295	1		ÖDD	0.4216*	1	
K	0.2734*	0.0149	1	K	0.3377*	0.0527	1	K	0.4621*	0.0291	1
3				4				5			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.3112*	1		ÖDD	0.6260*	1		ÖDD	0.4035*	1	
K	0.1254	0.3755*	1	K	0.3528*	0.6459*	1	K	0.2356*	-0.0554	1
PANEL B: FKAL6'YA GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.2176*	1		ÖDD	-0.0620	1		ÖDD	0.1988*	1	
K	0.2182*	-0.1005*	1	K	0.2443*	0.0352	1	K	0.2829*	-0.3854*	1
3				4				5			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.3108*	1		ÖDD	0.5386*	1		ÖDD	0.2433*	1	
K	0.2674*	0.3656*	1	K	0.0246	0.2776*	1	K	0.3113*	-0.0896	1

Tablo 7 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Endonezya

PD, ÖDD, K ve FKAL değişkenleri sırasıyla piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları ve piyasa bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. FKAL değişkeninin sonundaki 3 ve 6 rakamları, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü aylar olan Mart ve Haziran aylarını göstermektedir. Panel A'da Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL3) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri; Panel B'de Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL6) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri sunulmaktadır. * %5 ve üzeri istatistiki anlamlılık seviyesini ifade etmektedir.

PANEL A: FKAL3'E GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.2783*	1		ÖDD	0.2885*	1		ÖDD	0.2632*	1	
K	0.2548*	-0.0431	1	K	0.1046	-0.1330*	1	K	0.2390*	-0.0362	1
3				4				5			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.5472*	1		ÖDD	0.3911*	1		ÖDD	0.2916*	1	
K	0.4249*	0.2065*	1	K	0.3446*	0.1748*	1	K	0.2318*	-0.0976	1
PANEL B: FKAL6'YA GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.1400*	1		ÖDD	0.0244	1		ÖDD	0.2488*	1	
K	0.2221*	-0.1017*	1	K	0.0996	-0.1246*	1	K	0.2236*	-0.0611	1
3				4				5			
	PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K		PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1			PD	1		
ÖDD	0.2641*	1		ÖDD	0.3566*	1		ÖDD	0.2451*	1	
K	0.2146*	-0.0361	1	K	0.3410*	0.1330*	1	K	0.2744*	-0.0837	1

Tablo 8 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Kore

PD, ÖDD, K ve FKAL değişkenleri sırasıyla piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları ve piyasa bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. FKAL değişkeninin sonundaki 3 ve 6 rakamları, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü aylar olan Mart ve Haziran aylarını göstermektedir. Panel A'da Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL3) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri; Panel B'de Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL6) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri sunulmaktadır. * %5 ve üzeri istatistiki anlamlılık seviyesini ifade etmektedir.

PANEL A: FKAL3'E GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER												
TOPLAM				1				2				
	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1		PD	1		PD	1	
ÖDD	0.1846*	1		ÖDD	0.1636*	1	ÖDD	0.3167*	1	ÖDD	0.3167*	1
K	0.1147*	-0.1476*	1	K	0.0007	-0.0039	1	K	-0.1012*	-0.2054*	1	1
3				4				5				
	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1		PD	1		PD	1	
ÖDD	0.3296*	1		ÖDD	0.3856*	1	ÖDD	0.3664*	1	ÖDD	0.3664*	1
K	0.1226*	0.0751*	1	K	0.0889*	-0.0478	1	K	0.2324*	-0.0523	1	1
PANEL B: FKAL6'YA GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER												
TOPLAM				1				2				
	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1		PD	1		PD	1	
ÖDD	0.1376*	1		ÖDD	0.1374*	1	ÖDD	0.1974*	1	ÖDD	0.1974*	1
K	0.1002*	-0.1909*	1	K	-0.0308	-0.0713*	1	K	-0.0148	-0.0910*	1	1
3				4				5				
	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K	PD	ÖDD	K
PD	1			PD	1		PD	1		PD	1	
ÖDD	0.2886*	1		ÖDD	0.3445*	1	ÖDD	0.2738*	1	ÖDD	0.2738*	1
K	0.0650*	-0.0212	1	K	0.0690*	-0.0380	1	K	0.1728*	-0.1301*	1	1

Tablo 9 Bütün Örneklem ve Mart ve Haziran Bazlı Hesaplanan Her Beşte Birlik İçin Korelasyon Matrisi: Türkiye

PD, ÖDD, K ve FKAL değişkenleri sırasıyla piyasa değerini, özkaynaklar defter değerini, kazançları ve piyasa bazlı finansal kaldıraç sembolize etmektedir. Finansal kaldıraç çeşitleri hariç bütün raporlanan değerler bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. FKAL değişkeninin sonundaki 3 ve 6 rakamları, ortak bölen olan bir önceki piyasa değerinin ölçüldüğü aylar olan Mart ve Haziran aylarını göstermektedir. Panel A'da Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL3) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri; Panel B'de Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç (FKAL6) için elde edilen her beşte birlik grup ve bütün örneklem için korelasyon matrisleri sunulmaktadır. * %5 ve üzeri istatistiki anlamlılık seviyesini ifade etmektedir.

PANEL A: FKAL3'E GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K
	1				1				1		
ÖDD	0.3119*	1		ÖDD	0.3423*	1		ÖDD	0.2838*	1	
K	0.2249*	-0.0393	1	K	0.2461*	0.1785*	1	K	0.2379*	0.2167*	1
3				4				5			
PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K
	1				1				1		
ÖDD	0.2348*	1		ÖDD	0.4832*	1		ÖDD	0.4585*	1	
K	0.2076*	0.2461*	1	K	0.2431*	0.2339*	1	K	0.1536*	-0.1979*	1
PANEL B: FKAL6'YA GÖRE ELDE EDİLEN BEŞTE BİRLİKLER											
TOPLAM				1				2			
PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K
	1				1				1		
ÖDD	0.1446*	1		ÖDD	0.2072*	1		ÖDD	0.1274*	1	
K	0.1921*	-0.1526*	1	K	0.2090*	0.1201*	1	K	0.0981	0.111	1
3				4				5			
PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K	PD	PD	ÖDD	K
	1				1				1		
ÖDD	0.1667*	1		ÖDD	0.2216*	1		ÖDD	0.2666*	1	
K	0.1423*	0.1481*	1	K	0.2331*	0.0559	1	K	0.1873*	-0.2635*	1

6.3 Regresyon Sonuçları

Hipotez bölümünde de belirtilen çekincelerden ötürü bütün gözlemlerin tek bir örneklem içinde havuzlanması yerine her ülke için ayrı ayrı analiz yapılmasının uygun olduğu düşünülmektedir. Bu sebeple her bir hipotez, her ülke için ayrı ayrı incelenmekte ve regresyon sonuçları bu şekilde sunulmaktadır.

H1: İkinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.

Günel (2003) tarafından da detaylıca irdelendiği üzere R^2 istatistiği sistematik hatalar ile dolu olduğu için her ülke için bütün örneklemde bu hipotez betimsel düzeyde yorumlanmakta; örneklem büyüklüğünden doğrudan etkilenen sistematik hatalardan kaynaklı çekincelerden ötürü beşte birlikler için R^2 istatistiğinin yorumlamasının uygun olmadığı düşünülmektedir. Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki toplam kolonları için raporlanmış R^2 değerlerinin betimsel yorumlaması yapılmaktadır.

Model (1) kullanılarak Meksika'da ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerinden daha küçük olduğu görülmektedir. Model (2) kullanılarak elde edilen sonuçlar ise bunu teyit etmemekte ve bu model kullanılarak ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerine yakın fakat bu değerden büyük olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Model (1) kullanılarak elde edilen ilk dönem ve ikinci dönemki R^2 değerleri farkının, Model (2) kullanılarak elde edilen ilk dönem ve ikinci dönemki R^2 değerleri farkından mutlak değerce çok daha fazla olduğu da anlaşılmaktadır.

Model (1) kullanılarak Endonezya'da ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerine yakın fakat bu değerden büyük olduğu, Model (2) kullanılarak ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerine yakın fakat bu değerden küçük olduğu görülmektedir. Yani Model sonuçları (1) R^2 değerinde ikinci dönemde küçük bir düşüşe ve Model (2) sonuçları R^2 değerinde ikinci dönemde küçük bir yükselişe işaret etmektedir.

Kore’de hem Model (1) hem de Model (2) kullanılarak ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerinden daha fazla olduğu görülmektedir. Fakat Model (1) baz alınarak raporlanan her iki dönemki R^2 değerlerinin birbirine oldukça yakın olduğu ve Model (2) için dönemler arası R^2 değerleri farkının Model (1) için elde edilen dönemler arası R^2 değerleri farkına göre mutlak değerce daha fazla olduğu anlaşılmaktadır.

Türkiye’deki değer ilişkisi yorumu da Kore için ortaya konulan yoruma benzer bir niteliktedir. Türkiye’de hem Model (1) hem de Model (2) kullanılarak ilk dönem için hesaplanan R^2 değerinin ikinci dönem için hesaplanan R^2 değerinden daha fazla olduğu görülmektedir. Fakat Model (2) baz alınarak raporlanan her iki dönemki R^2 değerlerinin birbirine oldukça yakın olduğu ve Model (1) için dönemler arası R^2 değerleri farkının Model (2) için elde edilen dönemler arası R^2 değerleri farkına göre mutlak değerce daha fazla olduğu anlaşılmaktadır.

Özetle, H1 hipotezi Türkiye ve Kore’de her iki model için de reddedilmektedir. Meksika’nın Model (2) için elde edilen sonuçları ile Endonezya’nın Model (1) için elde edilen sonuçları da H1 hipotezini reddeder niteliktedir. Ayrıca Endonezya’nın Model (2) için elde edilen sonuçları her ne kadar mutlak değerce küçük de olsa bir artışa işaret etse de Meksika’nın Model (1) için elde edilen sonuçları mutlak değerce kayda değer bir artış olduğunu göstermektedir. Özetle, Meksika’nın Model (1) için raporlanan sonuçları ve her ne kadar küçük bir artışa işaret etse de Endonezya’nın Model (2) için elde edilen sonuçları haricinde H1 hipotezi doğrulanmamaktadır. Bu yorumların Günel (2003) tarafından altı çizilen çekinceler dahilinde istatistiki anlamlılık seviyelerinde değil, betimsel düzeyde geçerli olduğunun hatırlatılmasında fayda bulunmaktadır.

Bu hipoteze ilişkin verilen sonuçlar çeşitli bulgulara işaret etmektedir. Bu hipotezin geliştirilmesinde 2008 Krizi’nin olası etkilerinin değer ilişkisi üzerinde aktif bir rol oynayacağı düşünülmekteydi. Yıl özelindeki etkilerden regresyon kodu vasıtasıyla arındırılma yapılsaydı daha farklı sonuçlar ile karşılaşılabilirdi; fakat modellere ekstra değişken koyulması R^2 değerini artırıcı bir rol üstleneceği için muhasebe verilerinin piyasa değeri üzerindeki açıklayıcılığı doğrudan elde edilememiş olurdu. Bu tezde raporlanmasa da firma özelindeki etkilerden manuel olarak

arındırılmış değişkenler yıl kuklaları ile birlikte regresyona konulduğunda benzer bulgular elde edilmekte ve Hipotez 1 teyit edilmemektedir. Örneğin, bahsi geçen yöntem uygulandığında, Türkiye'nin Model (1) için ilk dönemki R^2 değerinin 0.6466 ve ikinci dönemki R^2 değerinin 0.2690 olduğu; Model (2) için ise ilk dönemki R^2 değerinin 0.5071 ve ikinci dönemki R^2 değerinin 0.2438 olarak raporlandığı görülmektedir. Fakat bu yöntemin muhasebe verilerinin piyasa değeri üzerindeki açıklayıcılığını tahrip edici bir nitelikte olduğu için tercih edilmediğinin tekrardan hatırlatılmasında fayda görülmektedir.⁵²

Diğer bir bulgu da Ball'ın (2016) ileri sürdüğü argümanlar paralelinde ve literatürde genellikle ortaya konulduğu üzere UFRS'nin yerel GKGMS'lardan daha üstün bir standartlar seti olduğu argümanının bu hipoteze ait sonuçlar tarafından doğrulanamadığını göstermektedir. Her ne kadar bu tezin konusu UFRS öncesi ve sonrası değer ilişkisi değişimleri ya da kıyası değilse de Meksika ve Kore'de zorunlu UFRS raporlaması yapılmaya başlanması ile Endonezya'da UFRS ile yerel GKGMS'nin yakınsamasının yoğun bir şekilde gerçekleştirilmesi, ikinci zaman diliminde gerçekleşen olaylardır. Meksika'nın Model (1) için raporlanan kayda değer R^2 değeri artışı hariç tutulduğunda UFRS'nin daha üstün bir standartlar seti olduğu argümanı teyit edilememektedir. Dahası, analiz konusu yıllar boyunca UFRS bazlı raporlama yapan Türkiye'de her iki dönem için de dönemler arası R^2 değeri artışı kaydedilmemesi, Navarro-Garcia ve Madrid-Guijarro (2014) tarafından ortaya konulan UFRS'nin muhasebe kalitesi hususunda mütemadi bir iyileştirme içinde olduğu argümanını doğrulamayan bir sonuç niteliği taşımaktadır.

H2a: ÖDD'nin ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.

Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki toplam kolonları için raporlanmış ÖDD'nin regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre büyük/küçük olmaları yorumlanmakta ve dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı tartışılmaktadır.

⁵² Türkiye'nin ilk dönemki firma özelindeki etkilerden arındırılmış PD3 değeri için yalnızca yıl kuklaları ile yapılan (başka herhangi bir değişken eklenmeksizin) regresyonun R^2 değerinin 0.5286 olarak ve ilk dönemki firma özelindeki etkilerden arındırılmış PD6 değeri için yalnızca yıl kuklaları ile yapılan (başka herhangi bir değişken eklenmeksizin) regresyonun R^2 değerinin 0.4253 olarak elde edilmesi çekincelerimizi tamamen teyit etmektedir.

Her iki model için de Meksika’da raporlanan ÖDD’nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; fakat her iki model için de ilk dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısı ikinci dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısına göre daha büyük olarak raporlansa da dönemler arası ÖDD’nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Her iki model için de Endonezya’da raporlanan ÖDD’nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; fakat her iki model için de ilk dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısı ikinci dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısına göre daha küçük olarak raporlansa da dönemler arası ÖDD’nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Her iki model için de Kore’de raporlanan ÖDD’nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısının ilk dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısına göre daha büyük olarak raporlandığı görülmektedir. Model (1) için elde edilen dönemler arası ÖDD’nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %1 ve Model (2) için elde edilen dönemler arası ÖDD’nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %5 seviyelerinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Her iki model için de Türkiye’de raporlanan ÖDD’nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; Model (1) için elde edilen ilk dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısının ikinci dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısına yakın fakat bu değerden büyük ve Model (2) için elde edilen ilk dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısının ikinci dönemdeki ÖDD’nin regresyon katsayısına oldukça yakın fakat bu değerden küçük olarak raporlandığı görülmektedir. Dönemler arası ÖDD’nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, yalnızca Kore’de ikinci dönem için elde edilen ÖDD’nin regresyon katsayılarının, birinci dönem için elde edilen ÖDD’nin regresyon katsayılarından istatistiki olarak anlamlı bir şekilde fazla olduğu raporlanmakta; diğer ülkeler için ilk

dönem ve ikinci dönemlerde elde edilen ÖDD regresyon katsayıları arasında %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak herhangi bir farklılık bulunmamaktadır. Kore'ye ilişkin sonuçlar H2a hipotezini doğrulamakta ise de diğer ülkeler için sunulan sonuçlar H2a hipotezini teyit etmemektedir.

H2b: Kazançların ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.

Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki toplam kolonları için raporlanmış kazançların regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre büyük/küçük olmaları yorumlanmakta ve dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı tartışılmaktadır.

Model (1) için Meksika'da raporlanan kazançların katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; fakat ikinci dönemdeki kazançların regresyon katsayısının birinci dönemdeki kazançların regresyon katsayısına göre daha büyük olarak raporlandığı görülmektedir. Model (2) için ise raporlanan kazançların katsayılarının ilk dönemde %1 ve ikinci dönemde %5 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısına oldukça yakın fakat bu değerden büyük olduğu anlaşılmaktadır. Model (1) için elde edilen dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın 10% seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu, fakat Model (2) için elde edilen dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için de Endonezya'da raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; Model (1) için raporlanan ikinci dönemki regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısına yakın fakat bu değerden küçük olduğu ve Model (2) için raporlanan ikinci dönemki regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısına yakın fakat bu değerden büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için de Kore’de raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; Model (1) için raporlanan ikinci dönemki regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu ve Model (2) için raporlanan ilk dönemki regresyon katsayısının ikinci dönemki regresyon katsayısına yakın fakat bu değerden büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için de Türkiye’de raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; fakat ilk dönemdeki kazançların regresyon katsayısının ikinci dönemdeki kazançların regresyon katsayısına göre daha büyük olarak raporlandığı görülmektedir. Fakat, dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, Endonezya, Kore ve Türkiye’de her iki model için ve Meksika’da Model (2) için ilk dönem ve ikinci dönemlerde elde edilen kazançların regresyon katsayıları arasında %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak herhangi bir farklılık bulunmamaktadır. Diğer bir deyişle, Meksika’da Model (1) için elde edilen sonuçlar haricindeki bütün sonuçlara ilişkin dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın istatistiki olarak yorumlanabilir seviyelerde raporlanmaması H2b hipotezini teyit etmemektedir. Yalnızca Meksika’da Model (1) için elde edilen sonuçlar H2b hipotezine dayanak teşkil etmektedir.

Tablo 10 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Meksika

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Mart ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup içi toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.3119*** (4.07)	0.2562*** (3.35)	-0.0557 (0.4156)	-0.1914 (-0.88)	0.0804 (0.63)	0.2718 (0.2019)
K	0.9470*** (4.00)	1.4002*** (5.56)	0.4532* (0.0902)	2.9718** (2.37)	1.9652* (1.74)	-1.0066 (0.5093)
N	230	306		49	63	
R²	0.194	0.261		0.164	0.308	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.8305*** (4.21)	0.0346 (0.21)	-0.7959*** (0.0014)	0.2280 (1.18)	0.2874* (1.89)	0.0594 (0.7814)
K	1.2681 (1.24)	2.6182*** (3.83)	1.3501 (0.2633)	-0.4974 (-0.43)	3.3356*** (3.93)	3.8330*** (0.0020)
N	45	62		47	60	
R²	0.341	0.547		0.034	0.356	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.6739*** (4.58)	0.4001*** (4.72)	-0.2738* (0.0568)	0.3447** (2.78)	0.1442 (1.21)	-0.2005* (0.0992)
K	-1.0390 (-1.36)	1.0651 (1.15)	2.1041** (0.0332)	0.6122* (1.93)	0.8410*** (3.91)	0.2288 (0.4590)
N	45	62		44	59	
R²	0.484	0.320		0.372	0.110	

Tablo 11 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Meksika

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup için toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2080*** (3.14)	0.1519*** (2.66)	-0.0561 (0.4544)	-0.0159 (-0.09)	0.0695 (0.66)	0.0854 (0.6462)
K	0.6901*** (3.91)	0.6954** (2.61)	0.0053 (0.9845)	1.8632** (2.26)	0.7944* (2.01)	-1.0688 (0.2278)
N	230	306		49	63	
R²	0.117	0.103		0.092	0.102	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.4033*** (3.11)	0.1462* (1.70)	-0.2571* (0.0942)	0.1586 (1.54)	0.2492** (2.33)	0.0906 (0.4857)
K	1.0047 (1.50)	0.6464 (1.63)	-0.3583 (0.6278)	0.6867 (0.90)	2.3889*** (6.00)	1.7022* (0.0519)
N	45	62		47	60	
R²	0.209	0.119		0.056	0.225	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.4047*** (4.89)	0.2255*** (3.18)	-0.1792* (0.0679)	0.1803** (2.51)	0.0785 (1.04)	-0.1018 (0.2378)
K	-0.5729 (-1.58)	1.3901* (1.90)	1.9630** (0.0112)	0.6143** (2.73)	0.3130 (1.19)	-0.3013 (0.1916)
N	45	62		44	59	
R²	0.401	0.258		0.243	0.030	

Tablo 12 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Endonezya

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Mart ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup içi toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.5700*** (7.09)	0.5802*** (6.66)	0.0102 (0.9080)	0.6962*** (4.15)	0.8948*** (8.08)	0.1986 (0.2678)
K	1.6525*** (4.91)	1.6259*** (6.57)	-0.0266 (0.9462)	1.0228* (1.73)	1.4096*** (4.20)	0.3868 (0.5400)
N	644	980		130	197	
R²	0.287	0.263		0.465	0.320	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.8360*** (4.80)	0.6756*** (4.05)	-0.1604 (0.4915)	0.6617*** (4.23)	0.5886*** (3.11)	-0.0731 (0.7936)
K	3.6148*** (4.09)	1.2430*** (2.89)	-2.3718*** (0.0044)	3.2088*** (4.61)	3.2269** (2.39)	0.0181 (0.9905)
N	129	197		129	195	
R²	0.302	0.305		0.520	0.328	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.6411** (2.56)	0.5158*** (4.79)	-0.1253 (0.5111)	0.2186** (2.42)	0.2073** (2.65)	-0.0113 (0.9236)
K	1.3272 (1.27)	3.0020*** (3.28)	1.6748 (0.2102)	0.3513 (1.49)	0.6450*** (4.08)	0.2937 (0.2926)
N	129	197		127	194	
R²	0.307	0.392		0.138	0.098	

Tablo 13 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Endonezya

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıracın (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup için toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2843*** (5.30)	0.3690*** (5.79)	0.0847 (0.1937)	0.4108** (2.51)	0.4503*** (3.16)	0.0395 (0.8384)
K	1.1397*** (5.21)	1.1408*** (6.24)	0.0011 (0.9968)	1.0372*** (2.73)	0.9259*** (3.28)	-0.1113 (0.8210)
N	644	980		130	197	
R²	0.150	0.160		0.158	0.090	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.5136*** (3.75)	0.6017*** (6.02)	0.0881 (0.5906)	0.3927** (2.58)	0.3295** (2.29)	-0.0632 (0.6993)
K	3.3387*** (3.97)	1.1055** (2.53)	-2.2332*** (0.0032)	2.5519*** (3.02)	1.5610*** (2.69)	-0.9909 (0.3557)
N	129	197		129	195	
R²	0.327	0.296		0.304	0.106	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.1762* (1.84)	0.4267*** (3.88)	0.2505** (0.0156)	0.1197** (2.01)	0.1577*** (2.65)	0.0380 (0.6324)
K	0.7139** (2.51)	2.8799*** (4.34)	2.1660*** (0.0014)	0.1731 (0.86)	0.5427*** (3.55)	0.3696 (0.1396)
N	129	197		127	194	
R²	0.108	0.382		0.061	0.099	

Tablo 14 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Kore

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Mart ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup içi toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2329*** (11.89)	0.3307*** (13.29)	0.0978*** (0.0001)	0.2771*** (3.92)	0.5722*** (6.15)	0.2951*** (0.0005)
K	0.6352*** (8.62)	0.6737*** (10.17)	0.0385 (0.6720)	1.3390*** (4.18)	1.1941*** (3.16)	-0.1449 (0.7662)
N	2,298	4,249		462	851	
R²	0.147	0.143		0.146	0.132	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.3135*** (4.73)	0.5244*** (7.63)	0.2109** (0.0196)	0.3436*** (7.05)	0.3887*** (7.71)	0.0451 (0.4279)
K	0.8589*** (3.38)	0.9345*** (3.15)	0.0756 (0.8435)	0.8865*** (3.75)	1.1422*** (4.99)	0.2557 (0.4337)
N	459	850		460	850	
R²	0.134	0.192		0.208	0.184	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2486*** (6.93)	0.3999*** (8.75)	0.1513*** (0.0062)	0.1787*** (7.01)	0.2068*** (8.71)	0.0281 (0.3900)
K	0.5319*** (4.27)	0.6921*** (4.53)	0.1602 (0.4265)	0.4155*** (5.49)	0.3518*** (6.70)	-0.0637 (0.4439)
N	459	850		458	848	
R²	0.194	0.192		0.210	0.199	

Tablo 15 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Kore

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup için toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.1829*** (10.69)	0.2288*** (13.42)	0.0459* (0.0769)	0.1813*** (3.30)	0.3525*** (5.77)	0.1712*** (0.0081)
K	0.4675*** (7.81)	0.4503*** (8.96)	-0.0172 (0.8053)	0.8541*** (4.49)	0.8014*** (2.97)	-0.0527 (0.8667)
N	2,298	4,249		462	851	
R²	0.131	0.100		0.115	0.094	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2768*** (4.73)	0.3301*** (5.39)	0.0533 (0.5216)	0.2025*** (6.49)	0.3156*** (7.71)	0.1131** (0.0151)
K	0.5399** (2.31)	0.6392** (2.42)	0.0993 (0.7770)	0.4722*** (2.97)	0.7108*** (4.89)	0.2386 (0.2613)
N	459	850		460	850	
R²	0.127	0.096		0.126	0.140	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2130*** (6.35)	0.2890*** (9.20)	0.0760* (0.0744)	0.1382*** (6.31)	0.1616*** (9.67)	0.0234 (0.3773)
K	0.4938*** (4.25)	0.4033*** (3.10)	-0.0905 (0.5930)	0.3756*** (6.78)	0.2532*** (6.04)	-0.1224* (0.0648)
N	459	850		458	848	
R²	0.212	0.140		0.170	0.162	

Tablo 16 Bütün Örneklem ve Mart Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Türkiye

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Mart ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Mart ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıraç (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup içi toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.4669*** (8.42)	0.4479*** (5.41)	-0.019 (0.8416)	0.4553*** (3.07)	0.6488*** (5.78)	0.1935 (0.2982)
K	1.0625*** (5.28)	0.8150*** (3.53)	-0.2475 (0.4089)	1.4988*** (3.02)	0.9796** (2.31)	-0.5192 (0.4085)
N	485	941		99	190	
R²	0.250	0.172		0.250	0.217	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.5826*** (3.79)	0.3787* (1.92)	-0.2039 (0.3870)	0.5895*** (5.43)	0.2825 (1.54)	-0.3070 (0.1471)
K	1.1844** (2.39)	0.7735 (0.87)	-0.4109 (0.6793)	2.1730*** (3.63)	0.7571* (1.87)	-1.4159** (0.0404)
N	97	189		97	188	
R²	0.267	0.144		0.376	0.062	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.4125*** (3.87)	0.3929*** (2.66)	-0.0196 (0.9089)	0.4239*** (5.32)	0.4752*** (3.27)	0.0513 (0.7524)
K	0.5507 (1.24)	1.5177*** (3.14)	0.9670 (0.1226)	0.3933 (1.10)	0.5314*** (2.77)	0.1381 (0.7296)
N	97	189		95	185	
R²	0.247	0.252		0.381	0.335	

Tablo 17 Bütün Örneklem ve Haziran Bazlı Hesaplanan Beşte Birlikler İçin Regresyon Sonuçları: Türkiye

Regresyonlardaki bağımsız değişken, Haziran ayı son işlem günü kapanış fiyatı ile hesaplanmış piyasa değerleridir. ÖDD ve K değişkenleri özkaynaklar defter değerini ve kazançları sembolize etmektedir. Regresyonlardaki bağımsız ve bağımlı değişkenler, firma ve yıl özelindeki sabit etkilerden arındırılıp bir önceki dönemki piyasa değerine bölünerek elde edilmektedir. TOPLAM kolonlarında ülkedeki bütün gözlemler için regresyon sonuçları görülmektedir. [x, y] ifadesi x yılından başlayıp y yılı dahil olan dönem aralığını göstermektedir. [x, y] dönem aralıklarının sol taraflarında yer alan rakamlar Haziran ayı itibarıyla hesaplanmış finansal kaldıraç için elde edilen beşte birlik grupları sembolize etmekte olup finansal kaldıracın (borçluluk oranı) en az olduğu grup 1 ve en çok olduğu grup 5 ile gösterilmektedir. N ilgili grup içi toplam gözlem sayısını vermektedir. Standart hatalar firma seviyesinde kümeleme yaparak elde edilmektedir ve regresyon katsayılarının altında bu standart hatalara göre hesaplanmış t istatistikleri sunulmaktadır. Fark kolonunda değişken katsayılarının yanında ikinci dönem ve ilk dönem arasındaki regresyon katsayıları farkı ve t istatistiklerinin yanında regresyon farklarına ilişkin p değerleri gösterilmektedir. ***/**/* sırasıyla %10/%5/%1 istatistiki anlamlılık düzeylerini sembolize etmektedir.

	TOPLAM [05, 09]	TOPLAM [10, 14]	Fark	1 [05, 09]	1 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.3150*** (5.85)	0.3185*** (5.87)	0.0035 (0.9615)	0.4401** (2.26)	0.3747*** (4.33)	-0.0654 (0.7668)
K	0.6907*** (4.48)	0.6174*** (3.36)	-0.0733 (0.7458)	0.9353*** (2.89)	0.6469* (1.77)	-0.2884 (0.5526)
N	485	941		99	190	
R²	0.142	0.138		0.169	0.159	
	2 [05, 09]	2 [10, 14]	Fark	3 [05, 09]	3 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2941** (2.32)	0.2586** (2.01)	-0.0355 (0.8383)	0.4452*** (4.37)	0.2154** (2.07)	-0.2298 (0.1357)
K	0.7357 (1.67)	0.6061 (1.08)	-0.1296 (0.8541)	1.1035*** (3.14)	0.6354 (1.52)	-0.4681 (0.3880)
N	97	189		97	188	
R²	0.131	0.093		0.240	0.071	
	4 [05, 09]	4 [10, 14]	Fark	5 [05, 09]	5 [10, 14]	Fark
ÖDD	0.2771** (2.41)	0.3278** (2.36)	0.0507 (0.7730)	0.3137*** (5.42)	0.3604*** (3.84)	0.0467 (0.6606)
K	0.4846 (1.19)	1.1446*** (3.35)	0.6600 (0.1945)	0.3543 (1.40)	0.3958** (2.29)	0.0415 (0.8780)
N	97	189		95	185	
R²	0.087	0.206		0.258	0.265	

H3a: Farklı finansal kaldıraç seviyelerindeki ÖDD'nin ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.

Bu hipoteze ilişkin yorumlar her ülkeye göre farklı modeller için beşte birlikler bazında yapılacağı için bu hipotez ülkeler bazında ayrı ayrı incelenmektedir. Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki her beşte birlik grup için raporlanmış ÖDD'nin regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre büyük/küçük olmaları yorumlanmakta ve dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı tartışılmaktadır.

Meksika

Her iki model için ilk beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemdeki ÖDD regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından daha büyük olduğu ve ilk dönem negatif olarak raporlanan bu katsayıların ikinci dönem pozitif olarak raporlandığı, fakat dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki modelde de ikinci beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemde %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu, fakat ikinci dönemde istatistiki anlamlılığın yitirildiği anlaşılmaktadır. İkinci dönemde ÖDD'nin regresyon katsayısının Model (1) için %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve Model (2) için %10 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu raporlanmaktadır. Her iki model için de ikinci dönemdeki ÖDD regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından daha küçük olduğu ve dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki bu farkların Model (1) için %1 ve Model (2) için %10 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu kaydedilmektedir.

Her iki modelde de üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmekte; fakat ikinci dönemdeki ÖDD'nin regresyon katsayısının Model (1) için

%10 ve Model (2) için %5 seviyelerinde istatistiki olarak anlamlı olduğu raporlanmaktadır. Her iki model için de ikinci dönemdeki ÖDD regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından daha fazla olduğu, fakat dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu, fakat ilk dönemki ÖDD regresyon katsayılarının ikinci dönemki ÖDD regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu kaydedilmektedir.

Her iki modelde de son beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemde %5 seviyesinde anlamlı olduğu, fakat ikinci dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki anlamlılığın yitirildiği anlaşılmaktadır. Model (1) için raporlanan ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından %10 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde daha küçük olduğu, fakat Model (2) için ve dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Özetle, her iki model için raporlanan ikinci ve dördüncü beşte birlik gruba ek olarak Model (1) için raporlanan sonuncu beşte birlik gruba ait ÖDD regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen düşüş, H3a hipotezini reddetmektedir. Diğer beşte birliklerde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi de H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Endonezya

Model (1) için ilk beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu; Model (2) için ise ilk dönemde %5 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı raporlanan

ÖDD'nin regresyon katsayısının ikinci dönemde %1 istatistiki anlamlılık seviyesine ulaştığı görülmektedir. Her iki model için de ÖDD'nin regresyon katsayılarında ikinci dönemde bir artış kaydedilse de bu artışların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı raporlanmaktadır.

Her iki model için ikinci beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemin ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemin ÖDD'nin regresyon katsayısından daha küçük ve Model (2) için ikinci dönemin ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemin ÖDD'nin regresyon katsayısından daha büyük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının Model (1) için her iki dönemde de %1 ve Model (2) için her iki dönemde de %5 seviyelerinde anlamlı olduğu görülmektedir. Her iki modelde de ÖDD'nin regresyon katsayılarında ikinci dönemde bir azalış kaydedilse de dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının Model (1) için ilk dönemde %5 ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyelerinde; Model (2) için ise ilk dönemde %10 ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyelerinde olduğu kaydedilmektedir. Model (1) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısı ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından daha küçük olsa da aradaki bu farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Model (2) için ise ikinci dönemdeki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından istatistiki olarak %5 anlamlılık seviyesinde daha fazla olduğu görülmektedir.

Son beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının Model (1) için her iki dönemde de %5 seviyesinde anlamlı olduğu; Model (2) için ise ilk dönemde %5 ve ikinci dönemde %1 seviyelerinde anlamlı olduğu görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin

regresyon katsayısına çok yakın ama biraz küçük olduğu ve Model (2) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısına göre daha büyük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, yalnızca Model (2) için raporlanan dördüncü beşte birlik gruba ait ÖDD regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen artış H3a hipotezini doğrulamaktadır. Diğer beşte birliklerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Kore

Her iki model için ilk beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu kaydedilmektedir.

Her iki model için ikinci beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Model (2) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, fakat Model (1) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %5 seviyesinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Her iki model için üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Model (1) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde

istatistiki olarak anlamlı olmadığı, fakat Model (2) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %5 seviyesinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Her iki model için dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Model (1) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %1 ve Model (2) için elde edilen dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 seviyelerinde anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Her iki model için son beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, her iki model için raporlanan birinci ve dördüncü beşte birlik gruba ek olarak Model (1) için raporlanan ikinci beşte birlik ve Model (2) için raporlanan üçüncü beşte birlik gruba ait ÖDD'nin regresyon katsayılarında dönemler arası gözlenen %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olan artış, H3a hipotezini doğrulamaktadır. Diğer beşte birliklerde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi ise H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Türkiye

İlk beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının Model (1) için her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu, Model (2) için raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının istatistiki anlamlılığının ilk dönemde %5 iken ikinci dönemde %1 seviyesine çıktığı görülmektedir. Model (2) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından küçük ve Model (1) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon

katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının istatistiki anlamlılığının Model (1) için ilk dönemde %1 iken ikinci dönemde %10 seviyesine düştüğü, Model (2) için her iki dönemde de %5 seviyesinde bulunduğu görülmektedir. Her iki model için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha küçük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının istatistiki anlamlılığının Model (1) için ilk dönemde %1 seviyesinde iken ikinci dönemde %10 seviyesinin dahi altına düştüğü, Model (2) için ilk dönemde %1 iken ikinci dönemde %5 seviyesine düştüğü görülmektedir. Her iki model için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha küçük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayısının istatistiki anlamlılığının her iki dönemde de Model (1) için %1 ve Model (2) için %5 seviyelerinde bulunduğu görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından küçük ve Model (2) için ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası ÖDD'nin regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için son beşte birlik gruptaki raporlanan ÖDD'nin regresyon katsayılarının her iki dönemde de %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve ikinci dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarından daha büyük olduğu görülmektedir. Dönemler arası ÖDD'nin

regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, bütün beşte birliklerde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi H3a hipotezini teyit etmemektedir.

H3b: Farklı finansal kaldıraç seviyelerindeki kazançların ikinci dönemdeki değer ilişkisi, ilk dönemdeki değer ilişkisinden daha fazladır.

Bu hipoteze ilişkin yorumlar her ülkeye göre farklı modeller için beşte birlikler bazında yapılacağı için bu hipotez ülkeler bazında ayrı ayrı incelenmektedir. Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki her beşte birlik grup için raporlanmış kazançların regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre büyük/küçük olmaları yorumlanmakta ve dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı tartışılmaktadır.

Meksika

Her iki model için ilk beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının anlamlılığının ilk dönemde %5 seviyesinde iken ikinci dönemde %10 seviyesine düştüğü görülmektedir. Ayrıca her iki model için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemki kazançların regresyon katsayılarından daha küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci beşte birlik grupta Model (2) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki dönemde de %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, Model (1) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarından ise yalnızca ikinci dönemki katsayının istatistiki bir anlamlılık seviyesinde bulunduğu görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından büyük ve Model (2) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları

arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı görülmektedir. Ayrıca, her iki model için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemki kazançların regresyon katsayılarından daha fazla olduğu ve dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların Model (1) için %1 ve Model (2) için %10 istatistiki anlamlılık seviyesinde olduğu anlaşılmaktadır.

Dördüncü beşte birlik grupta Model (1) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki dönemde de %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, Model (2) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarından ise yalnızca ikinci dönemki katsayının istatistiki bir anlamlılık seviyesinde bulunduğu görülmektedir. İlk dönem negatif olarak raporlanan bu katsayıların ikinci dönem pozitifte döndüğü kaydedilmektedir. Ayrıca, her iki model için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemki kazançların regresyon katsayılarından daha fazla olduğu ve dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların her iki model için %5 istatistiki anlamlılık seviyesinde olduğu anlaşılmaktadır.

Son beşte birlik grupta Model (1) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarının anlamlılık seviyesinin ilk dönemde %10 iken ikinci dönemde %1'e çıktığı, Model (2) için raporlanan kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemde %5 seviyesinde anlamlı iken ikinci dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından büyük ve Model (2) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, her iki model için üçüncü ve dördüncü beşte birlik gruplardaki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen artış, H3b hipotezini doğrulamaktadır. Diğer beşte birliklerde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi ise H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Endonezya

İlk beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (2) için her iki dönemde de %1 seviyesinde anlamlı olduğu, Model (1) için ise ilk dönemde %10 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından büyük ve Model (2) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının anlamlılığının Model (1) için her iki dönemde de %1 seviyesinde olduğu, Model (2) için ise ilk dönemde %1 seviyesinden ikinci dönemde %5 seviyesine düştüğü görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından küçük olduğu raporlanmakta ve dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (2) için her iki dönemde de %1 seviyesinde anlamlı olduğu, Model (1) için ise ilk dönemde %1 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %5 anlamlılık seviyesine düştüğü görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısına çok yakın ama biraz büyük olduğu ve Model (2) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısına göre küçük olduğu raporlansa da dönemler

arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (1) için ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı, Model (2) için ise ilk dönemde %5 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlanmakta ve yalnızca Model (2) için dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %1 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu, Model (1) için dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için son beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, her iki model için ikinci beşte birlik gruptaki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen azalış, H3b hipotezini reddetmektedir. Yalnızca Model (2) için dördüncü beşte birlik gruptaki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen artış ise H3b hipotezini doğrulamaktadır. Diğer beşte birliklerde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi ise H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Kore

Her iki model için ilk beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının %1 istatistiki anlamlılık seviyesinde olduğu ve ikinci dönemki

kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (1) için her iki dönemde de %1 ve Model (2) için her iki dönemde de %5 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde olduğu görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde olduğu görülmektedir. Model (1) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından büyük ve Model (2) için ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Her iki model için son beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde olduğu ve ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki kazançların regresyon katsayısından küçük olduğu görülmektedir. Yalnızca Model (2) için dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve Model (1) için dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, Model (2) için son beşte birlik gruptaki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen azalış, H3b hipotezini reddetmektedir. Model (1) için bütün beşte birliklerdeki ve Model (2) için son beşte birlik hariç bütün alt örneklerdeki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi ise H3a hipotezini teyit etmemektedir.

Türkiye

İlk beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (1) için ilk dönemde %1 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %5 anlamlılık seviyesine ve Model (2) için ilk dönemde %1 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %10 anlamlılık seviyesine düştüğü görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (2) için her iki dönemde de %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, Model (1) için ise ilk dönemde %5 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %10 anlamlılık seviyesinin altına düştüğü görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından küçük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Üçüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının Model (1) için ilk dönemde %1 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %10 anlamlılık seviyesine ve Model (2) için ilk dönemde %1 anlamlılık seviyesinden ikinci dönemde %10 anlamlılık seviyesinin altına düştüğü görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından küçük olduğu raporlanmaktadır. Model (1) için dönemler arası

kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %5 seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğu ve Model (2) için dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkın %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Dördüncü beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki model için ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve ikinci dönemde %1 anlamlılık seviyesine çıktığı görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Son beşte birlik gruptaki raporlanan kazançların regresyon katsayılarının her iki model için ilk dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı, ikinci dönemde ise Model (1) için %1 ve Model (2) için %5 anlamlılık seviyelerinde bulunduğu görülmektedir. Her iki model için de ikinci dönemki kazançların regresyon katsayısının ilk dönemki regresyon katsayısından büyük olduğu raporlansa da dönemler arası kazançların regresyon katsayıları arasındaki farkların %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Özetle, Model (1) için üçüncü beşte birlik gruptaki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı bir şekilde meydana gelen azalış, H3b hipotezini reddetmektedir. Model (2) için bütün beşte birliklerdeki ve Model (1) için üçüncü beşte birlik hariç bütün alt örneklemdeki kazançların regresyon katsayılarında ikinci dönemde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı bir artışın meydana gelmemesi ise H3b hipotezini teyit etmemektedir.

H4a: Her iki dönemde de, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça, ÖDD'nin değer ilişkisi azalmaktadır.

Bu hipoteze ilişkin yorumlar her ülkeye göre farklı modeller için beşte birlikler bazında yapılacağı için bu hipotez ülkeler bazında ayrı ayrı incelenmektedir. Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki her beşte birlik

grup için raporlanmış ÖDD'nin regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre olan sıralamaları tartışılmaktadır.

Meksika

Model (1) için ilk dönemde ilk ve üçüncü beşte birlik gruplardaki ve ikinci dönemde ilk, ikinci ve son beşte birlik gruplardaki ÖDD'nin regresyon katsayılarının %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Model (2) için ise ilk dönemde ilk ve üçüncü beşte birlik gruplardaki ve ikinci dönemde ilk ve son beşte birlik gruplardaki ÖDD'nin regresyon katsayılarının %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Her iki model için de her dönemde de ilk beşte birlik gruptaki ÖDD'nin regresyon katsayılarının %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmaması, H4a hipotezini reddetmektedir.

Endonezya

Her iki model için de ilk dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının büyükten küçüğe doğru ikinci, ilk, üçüncü, dördüncü ve son beşte birlik grupta sıralandığı ve bu sıralamada Model (2) için ikinci dönemde yalnızca üçüncü ve dördüncü grupların yerlerinin değiştiği anlaşılmaktadır. Model (1) için ise 2. dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının büyükten küçüğe sıralamasının ilk beşte birlik gruptan son beşte birlik gruba doğru sırayla dizildiği görülmektedir. ÖDD'nin regresyon katsayılarının en büyük olarak ilk iki beşte birlik grupta ve en küçük olarak son beşte birlik grupta bulunması, H4a hipotezini teyit eder niteliktedir.

Kore

Her iki model için de ikinci dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının en büyük değerlerinin sırasıyla ilk ve ikinci beşte birlik gruplarda olduğu ve en küçük değerlerinin de son beşte birlik grupta olduğu görülmektedir. Her iki model de ilk dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının en küçük değerlerinin de son beşte birlik grupta olduğu sonucunu verse de ÖDD'nin regresyon katsayılarının en büyük değerlerinin Model (1) için üçüncü ve ikinci beşte birlik gruplarda ve Model (2) için ikinci ve dördüncü beşte birlik gruplarda olduğu anlaşılmaktadır. Model (2) için

raporlanan ilk dönemki sıralamada ise son sıralar ilk ve son beşte birlik gruplar tarafından oluşturulmaktadır. Özetle, her iki model için elde edilen ikinci dönemki sıralama, H4a hipotezini teyit eder niteliktedir. Ayrıca ilk dönemki ÖDD'nin regresyon katsayılarının en küçük değerlerinin Model (1) için dördüncü ve son beşte birlik gruplarda ve Model (2) için son beşte birlik grupta olması da H4a hipotezini kısmen doğrulamaktadır.

Türkiye

İlk dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının en küçük değerlerinin Model (1) için son iki beşte birlik gruplarda olduğu anlaşılrsa da Model (2) için son beşte birlik grubun üçüncü sırada bulunduğu görülmektedir. Ayrıca her iki model için de ikinci dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının en büyük değerlerinin sırasıyla ilk, son ve dördüncü beşte birlik gruplara ait olması da beklenmeyen bir sonuç olarak değerlendirilmektedir. Özetle, Türkiye'ye ilişkin özellikle ikinci dönem için verilen sonuçlar H4a hipotezini reddetmektedir.

H4b: Her iki dönemde de, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça, kazançların değer ilişkisi azalmaktadır.

Bu hipoteze ilişkin yorumlar her ülkeye göre farklı modeller için beşte birlikler bazında yapılacağı için bu hipotez ülkeler bazında ayrı ayrı incelenmektedir. Bu hipotez için Tablo 10'dan Tablo 17'ye kadar olan bütün tablolardaki her beşte birlik grup için raporlanmış kazançların regresyon katsayılarının istatistiki seviyeleri ile birbirlerine göre olan sıralamaları tartışılmaktadır.

Meksika

Her iki model için de ilk dönemde raporlanan kazançların regresyon katsayılarının ilk ve son beşte birlik gruplar haricinde %10 ve üzeri seviyelerde istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. İkinci dönemde de her iki model için de raporlanan kazançların regresyon katsayılarının en büyük olarak üçüncü beşte birlik grupta bulunduğu ve ilk beşte birlik grubun her iki modelde de üçüncü sırada olduğu

anlaşılmaktadır. Özetle, ilk döneme ilişkin sonuçlar H4b hipotezini reddetmekte ve ikinci döneme ilişkin sonuçlar H4b hipotezini teyit etmemektedir.

Endonezya

Her iki model için de ilk dönemde kazançların regresyon katsayılarının büyükten küçüğe doğru ikinci, üçüncü, ilk, dördüncü ve son beşte birlik gruplarda sıralandığı ve ikinci dönem için kazançların regresyon katsayısının en küçük değerlerinin son beşte birlik grupta bulunduğu görülmektedir. Fakat ikinci dönemki sıralamalarda ilk iki sıra her iki model için de üçüncü ve dördüncü beşte birlik gruplarca doldurulmaktadır. Özetle, Endonezya için verilen sonuçlar H4b hipotezini teyit etmemektedir. Fakat her iki model için de kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemdeki en küçük değerlerinin dördüncü ve son beşte birlik gruplarda ve son dönemdeki en küçük değerinin son beşte birlik grupta bulunması H4b hipotezini kısmen doğrulamaktadır.

Kore

Model (1) için her iki dönemde ve Model (2) için ikinci dönemde kazançların regresyon katsayıları sıralamasında ilk sıranın ilk ve son iki sıranın dördüncü ve son beşte birlik gruplara ait olduğu görülmektedir. Model (2) için ise ilk dönemde ilk sıranın ilk ve son sıranın son beşte birlik gruplara ait olduğu da anlaşılmaktadır. Özetle, Model (1) için her iki dönemde ve Model (2) için ikinci dönemde elde edilen sıralama H4b hipotezini teyit eder niteliktedir ve Model (2) için ise ilk dönemde elde edilen sıralama H4b hipotezini kısmen doğrulamaktadır.

Türkiye

Her iki model için de ilk dönemde kazançların regresyon katsayıları sıralamasında son iki sırada sırasıyla dördüncü ve son beşte birlik grupların bulunduğu anlaşılmaktadır. Her iki model için de ikinci dönemde ilk sıranın dördüncü beşte birlik gruba ve son sıranın ise ikinci beşte birlik gruba ait olduğu görülmektedir. Her iki model için de kazançların regresyon katsayılarının ilk dönemdeki en küçük değerlerinin dördüncü ve son beşte birlik gruplarda olması H4b hipotezini kısmen doğrulamaktadır. Fakat ikinci dönemki sonuçlar H4b hipotezini teyit etmemektedir.

7 SONUÇ

Değer ilişkisi literatüründe çeşitli firma büyüklüklerine (aktif ya da piyasa değeri) veya endüstrilere göre gruplama yaparak değer ilişkisinin incelendiği bilinmektedir. Bu tez, firmaları her yıl için finansal kaldıraçlarına göre beş ana grupta sınıflandırarak değer ilişkisini analiz etmektedir. Bu tip bir gruplama bildiğimiz kadarıyla mevcut değer ilişkisi literatüründe bulunmamaktadır. Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli bu tezde kullanılmakta, tezin bağımlı değişkenleri olarak hem Mart sonu hem de Haziran sonu için hesaplanmış piyasa değerleri düşünülmektedir. Ayrıca Fiyat Modeli'nde kullanılan piyasa değeri ölçümüne göre finansal kaldıraçlar ayrı ayrı hesaplanmaktadır. Örneğin, Mart ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değerini kullanan modelde baz alınan finansal kaldıraçın paydasında Mart ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değeri bulunmakta iken Haziran ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değerini kullanan modelde baz alınan finansal kaldıraçın paydasında Haziran ayı sonu itibarıyla hisse senetlerinin piyasa değeri bulunmaktadır. Dolayısıyla farklı modeller için farklı piyasa değerlerine göre hesaplanmış finansal kaldıraçlar kullanılmakta, literatürde ağırlıklı olarak kullanılan bilanço bazlı finansal kaldıraç kullanımı tercih edilmeyerek statik bir yaklaşım yerine daha dinamik ve piyasa odaklı bir finansal kaldıraç hesap yöntemi tercih edilmektedir.

Bu tezin örneklemelerini oluşturan ülkeler, gelişmekte olan ülkeler kategorisinde daha az dikkat çeken Meksika, Endonezya, Kore ve Türkiye'ye aittir. Analiz konusu zaman dilimi 2005-2014 yılları arası muhasebe verilerini ve 2006-2015 yılları arası piyasa verilerini içermektedir. Toplam değer ilişkisindeki değişim ve muhasebe kalemlerinin değer ilişkisindeki zaman içinde olan değişim, 2005-2009 ve 2010-2014 olmak üzere beşer yıllık iki alt dönemde incelenmekte ve farklı modeller için firmalar yukarıda bahsedilen finansal kaldıraç çeşitlerine göre beş alt sınıfta gruplanmaktadır. Borçluluğu en az olan firmalar ilk beşte birlik grupta ve en çok olan firmalar son beşte birlik grupta yer almaktadır. Daha az dikkat çeken gelişmekte olan ülkeler örneklemelerini kullanması ve finansal kaldıraç seviyelerine göre alt örneklemeler için değer ilişkisi analizi yapması, bu tezin literatürdeki ilgili boşluğun doldurulmasına katkısı olarak değerlendirilebilir.

Bu tezde en küçük kareler (EKK) yöntemi uygulanmakta, fakat doğrudan kod ile sabit etkilerden arındırma yerine manuel olarak bütün bağımlı ve bağımsız değişkenler önce firma özelindeki sabit etkilerden, daha sonra firma özelindeki sabit etkilerden arındırılmış ara formlar yıl özelindeki sabit etkilerden de arındırarak nihai regresyonlarda kullanılmaktadır. Böylelikle regresyon sonucu elde edilen R^2 değerlerinin ekstra kuklaların açıklayıcılığından etkilenmelerinin engellenmesi amaçlanmaktadır. Manuel bir şekilde firma ve yıl özelindeki etkilerden arındırma yapılmasının, mevcut değer ilişkisi literatürüne yöntemsel bir katkı sağladığı düşünülebilir.

Bu tezde her ülke için beşte birlik ayrımı yapılmadan dönemler arası toplam değer ilişkisi (R^2 değerleri) farkı üzerine betimsel yorumlar yapılmaktadır. Kaytmaz Balsarı ve Özkan (2009) ile Gavius ve Schwartz (2011) tarafından da gösterildiği üzere kriz dönemlerinde toplam değer ilişkisinde ciddi bir düşüş kaydedilmektedir. Ayrıca Meksika ve Kore’de ikinci dönemde UFRS uygulamalarının zorunlu hale gelmesi ve Endonezya’da UFRS ile yerel GKGMS’nin yakınsamasının yoğun bir şekilde gerçekleşmesi olayları göz önünde tutularak Ball’ın (2016) ileri sürdüğü argümanlar paralelinde ve literatürde çoğunlukla ortaya konulduğu üzere, bu tezde, UFRS’nin yerel GKGMS’lerden daha üstün bir standartlar seti olduğu; dolayısıyla UFRS ile muhasebe kalitesinin arttığı varsayılmaktadır. Kaytmaz Balsarı ve Özkan (2009) ile Gavius ve Schwartz (2011) tarafından ortaya konulan sonuçlar baz alındığında, analiz konusu ilk zaman dilimi 2008 Krizi’ni içerdiği ve bu krizin sermaye piyasalarındaki etkileri uzunca bir süre devam ettiği için, ayrıca ikinci dönem UFRS-yoğun bir dönem olduğu için ilk dönemki değer ilişkisinin ikinci dönemki değer ilişkisinden daha küçük olması beklenmekteydi. Fakat bu tezin regresyon sonuçları, bu beklentiyi teyit eden bulgular ortaya koymamakta; yalnızca Meksika’da bir model için kayda değer bir artışın meydana geldiği raporlanmaktadır. Bu beklentilerin, Fiyat Modeli’ni oluşturan ÖDD ve kazançlar için de ayrı ayrı geçerli olduğu düşünülerek hem ÖDD’nin hem de kazançların ilk dönemdeki değer ilişkisinin ikinci dönemdeki değer ilişkisinden daha küçük olduğu hipotezi kurulmaktadır. Fakat bu hipotez yalnızca Kore için teyit edilebilmekte; Meksika, Endonezya ve Türkiye için ilk ve ikinci dönemki ÖDD’nin regresyon katsayıları arasında istatistiki olarak anlamlı bir fark raporlanmamaktadır. Ayrıca kazançların ilk dönemdeki değer ilişkisinin ikinci dönemdeki değer ilişkisinden küçük olduğu hipotezi yalnızca Meksika’da bir model için teyit edilebilmekte, Meksika’nın diğer modeli ile diğer üç ülkede bu hipotez de

teyit edilememektedir. Firma ve yıl özelindeki etkilerin kontrol edilmesi ile elde edilen bu sonuçlar, özellikle UFRS-yoğun bir dönem olan ikinci dönemde hem toplam değer ilişkisinde hem de muhasebe kalemlerinin ayrı ayrı değer ilişkilerinde istatistiki olarak anlamlı bir artışa işaret etmemekte; UFRS'nin yerel GKGMS'lerden daha üstün bir standartlar seti olduğu argümanını doğrulayamamaktadır. Ayrıca analiz konusu dönemler boyunca UFRS bazlı raporlama yapan Türkiye'nin hem toplam değer ilişkisinde hem de muhasebe kalemlerinin ayrı ayrı değer ilişkilerinde istatistiki olarak anlamlı bir artış görülmemesi, Navarro-Garcia ve Madrid-Guijarro (2014) tarafından ileri sürülen UFRS uygulamasının kendi içinde muhasebe kalitesini artırıcı bir yönü olduğu sonucunu teyit edememektedir.

UFRS uygulaması bütün firmaları ve 2008 Krizi ekonomiyi bir bütün olarak etkileyeceği için yukarıda bahsedilen hipotezlerin farklı finansal kaldıraç seviyelerinde bulunan firmalar için de geçerli olduğu düşünülmektedir. Bu hipotezlerin her ülke ve her model için bütün beşte birliklerde (iki modele göre dört ülke ve beş alt grup toplam kırk alt örneklem) test edildiği için sonuçlarda tam bir ortak paydaya ulaşılamadığının hatırlatılmasında fayda görüyoruz. Her iki model için Meksika'daki üçüncü ve dördüncü beşte birlik gruplarda ve Model (2) için Endonezya'daki dördüncü beşte birlik grupta kazançların değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir artış raporlanmaktadır. Ayrıca her iki model için de Endonezya'daki ikinci beşte birlik grupta, Model (2) için Kore'deki son beşte birlik grupta ve Model (1) için Türkiye'deki üçüncü beşte birlik grupta kazançların değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir azalış görülmektedir. Diğer bütün beşte birlik gruplar için kazançların değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı herhangi bir değişim raporlanmamaktadır. Meksika'da her iki model için de ikinci ve dördüncü beşte birlikler ile Model (1) için son beşte birlik grupta ÖDD'nin değer ilişkisinde değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir azalış görülmektedir. Endonezya'da ise yalnızca Model (2) için dördüncü beşte birlik grupta; Kore'de ise her iki model için de ilk ve dördüncü beşte birlikler ile Model (1/2) için ikinci/üçüncü beşte birliklerde ÖDD'nin değer ilişkisinde değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı bir artış görülmektedir. Meksika, Endonezya ve Kore'de bahsedilmeyen diğer bütün alt örneklem ile Türkiye'deki bütün beşte birlik gruplar için ÖDD'nin değer ilişkisinde istatistiki olarak anlamlı herhangi bir değişim raporlanmamaktadır.

Wang ve Hussainey (2013) tarafından yüksek kaldıraçlı firmaların kreditorlerin taleplerini karşılayabilmek adına değer ilişkisi yüksek veriler raporladığı belirtilmekte ve Watts ve Zimmerman (1990), DeFond ve Jimbalvo (1994), Graham ve diğ. (2005) tarafından da finansal kaldıraç ile muhasebe uygulamaları arasındaki ilişkiden bahsedilmektedir. Yüksek finansal kaldıraçlı firmaların değer ilişkisi yüksek raporlama yapmalarının piyasa tarafından değerlendirilebildiğini test etmek adına kazançların ve ÖDD'nin regresyon katsayıları her iki dönemde de sıralanmakta ve bir karşılaştırma yapılmaktadır. Beklentimiz, piyasanın bu durumun farkında olduğunu varsayarak, finansal kaldıraç seviyesi arttıkça kazançların ve ÖDD'nin regresyon katsayılarında ya da istatistiki anlamlılık seviyelerinde düşüş meydana gelmesidir. Endonezya'da her iki model için her iki dönemde ve Kore için son dönemde ÖDD'nin regresyon katsayılarının en büyük olarak ilk iki beşte birlik grupta ve en küçük olarak son beşte birlik grupta bulunması bu argüman paralelinde sonuçlar sunmaktadır. Fakat diğer ülkeler ve modeller için elde edilen bulgular bu argümanı teyit eder nitelikte değildir. Kore'de her iki dönemde her iki model için kazançların regresyon katsayısındaki ilk sıranın ilk beşte birlik gruba ait olduğu görülmektedir. Ayrıca ikinci dönemde her iki model için de son iki sıranın son iki beşte birlik gruba ait olması ve bunun ilk dönemde bir model için de geçerli olmasından dolayı Kore için elde edilen sonuçların argümanımızı teyit eder nitelikte olduğu anlaşılmaktadır. Fakat diğer ülkeler için elde edilen bulgular bu argümanı teyit eder nitelikte değildir.

Bu tezin sonuçları, genel bir yorum olarak, bütün örneklem için değer ilişkisinde zaman içinde istatistiki olarak anlamlı bir değişimin meydana gelmediğini göstermektedir. Ayrıca Kore'de her iki Model için ÖDD'nin değer ilişkisinde zamanla bir artış meydana geldiği görülse de diğer ülkeler için bunun geçerli olmadığı anlaşılmaktadır. Meksika'da bir model için kazançların değer ilişkisinde zamanla bir artış meydana gelse de diğer ülkeler için ve Meksika'nın diğer modeli için bu durumun geçerli olmadığı da görülmektedir. UFRS yoğun olan ikinci dönemde bütün ülkeler için her iki kalemde de istatistiki olarak anlamlı bir artış beklentimizin teyit edilememesi, düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından değer ilişkisini artırıcı uygulamaların geliştirilip hayata geçirilebileceğine işaret etmektedir. Bunlara ek olarak finansal kaldıraç seviyelerine göre genel olarak son sınıflarda elde edilen istatistiki seviyelerde anlamlı olmayan ya da görece küçük regresyon katsayıları, bu sınıfların değer ilişkisinin ardında yatan etkenlerin anlaşılması gerektiğini ortaya

koyarak ilgili otoritelerce bu sınıflar için finansal raporlama kalitesini artırıcı uygulamaların hayat geçirilebileceğini göstermektedir.

Bu tezin üç tane kısıtı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Compustat Global-Security Daily veri tabanının nakit temettü ödemelerine göre düzeltilmiş bir fiyat verisi sunmamasıdır (Standard & Poor's, 2011). Temettü ayarlaması yapılmamış fiyat değerlerine göre hesaplanan piyasa değerleri, modellerin bağımlı değişkeni olduğu için regresyon sonuçlarını doğrudan etkilemektedir. Ayrıca her iki finansal kaldıraç çeşidinin de paydasında yer alan bu piyasa değerleri, finansal kaldıraç hesaplama ve beşte birlik gruplamalarına da doğrudan etki etmektedir. İkinci kısıt ise Compustat Global'e ait kullanılan her iki veri tabanının da ülkeler için tam bir veri seti sunmaması, eksik veriler barındırmasıdır. Örneğin, Meksika için elde edilen nihai örnekleme toplam 536 gözlem bulunması, yıllık ortalama 54 gözleme tekabül etmektedir. Dorantes Dosamantes (2013) tarafından yalnızca 2011 yılında Meksika'da halka açık firma sayısı 115 olarak belirtilmektedir. Dolayısıyla bu tezin ileri sürdüğü sonuçların eksik gözlemlerin etkisine açık olduğu görülmektedir. Son kısıt ise Fiyat Modeli'nin büyük R^2 değerleri üretmesinden dolayı literatürde eleştirilmesidir. Her ne kadar regresyon sonuçları, bütün değişkenler bir önceki piyasa değerine bölünerek ölçek etkisinden arındırılrsa ve kuklalar eklenmeyip manuel olarak sabit etkilerden arındırılma yapılarak R^2 değerleri elde edilse de Fiyat Modeli için getirilen eleştiriler bu tezin son kısıdı olarak kaydedilmektedir.

Bu tezin sonuçları, ileride yapılacak araştırmalar için çeşitli ipuçları sunmaktadır. Bunlardan ilki, piyasa değeri olarak seçilecek ayın doğru tespit edilmesidir. Her ne kadar bu tezde Mart ve Haziran ayları kullanılarak elde edilen sonuçlar aşağı yukarı birbirlerini teyit etse de araştırmanın konusuna göre ay seçimi daha doğru olacaktır. Örneğin, Eylül ayında yapılacak bir raporlamanın değer ilişkisinin Mart veya Haziran ayı fiyatı yerine Eylül ayı fiyatı kullanılarak ölçülmesi daha sağlıklı sonuçlar sunacaktır. Ayrıca bu tezde kullanılan veriler Compustat Global veri tabanından elde edilmektedir ve bir önceki paragrafta da tartışıldığı üzere bu veri tabanının her ülke için tam veri setini sunmadığı anlaşılmaktadır. Araştırmacıların, elle topladıkları daha doğru ve eksiksiz olan veri setleri ile analiz yapmalarının, daha sağlıklı ve doğru sonuçlar elde edilmesi adına son derece önemli olacağı düşünülmektedir. Bu tezde, farklı finansal kaldıraç seviyeleri için muhasebe kalitesi

değer ilişkisi kullanılarak incelenmektedir. Araştırmacılar, muhasebe kalitesinin Gaio ve Raposo (2011) ve Gaio (2010) gibi yazarlar tarafından da analiz edilen diğer bileşenlerini kullanarak farklı finansal kaldıraç seviyeleri için muhasebe kalitesini inceleyebilir.



8 KAYNAKÇA

- Ahmed, A. S., Kilic, E., & Lobo, G. J. (2006). Does Disclosure Matter? Evidence from Value-Relevance of Banks' Disclosed Recognized and Derivative Financial Instruments. *The Accounting Review*, 81(3), 567–588. <http://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.567>
- Alali, F. A., & Foote, P. S. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *International Journal of Accounting*, 47(1), 85–108. <http://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.12.005>
- Aleksanyan, M. (2009). Does the information environment affect the value relevance of financial statement data? *Applied Economics Letters*, 16(8), 835–839. <http://doi.org/10.1080/13504850701221972>
- Aleksanyan, M., & Karim, K. (2013). Searching for value relevance of book value and earnings: A case of premium versus discount firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(3), 489–511. <http://doi.org/10.1007/s11156-012-0318-8>
- Ali, A., & Hwang, L.-S. (2000). Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1. <http://doi.org/10.2307/2672920>
- Allison, P. D. (2006). Fixed Effects Regression Methods for Longitudinal Data Using SAS. In *Proceedings of the Thirty-first Annual SAS® Users Group International Conference* (pp. 1–20). Cary, NC: SAS Institute Inc. Retrieved from <http://www2.sas.com/proceedings/sugi31/184-31.pdf>
- Amir, E., Harris, T. S., & Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230–264. <http://doi.org/10.2307/2491172>
- Anandarajan, A., Francis, B., Hasan, I., & John, K. (2011). Value relevance of banks: Global evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(1), 33–55. <http://doi.org/10.1007/s11156-010-0170-7>
- Anandarajan, A., & Hasan, I. (2010). Value relevance of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries. *Advances in Accounting*, 26(2), 270–279. <http://doi.org/10.1016/j.adiac.2010.08.007>
- Anandarajan, A., Hasan, I., Isik, I., & McCarthy, C. (2006). The Role of Earnings and Book Values in Pricing Stocks: Evidence from Turkey. *Advances in International Accounting*, 19, 59–89. [http://doi.org/10.1016/S0897-3660\(06\)19003-0](http://doi.org/10.1016/S0897-3660(06)19003-0)

- Arce, M., & Mora, A. (2002). Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. *European Accounting Review*, *11*(3), 573–599. <http://doi.org/10.1080/09638180220125616>
- Bagna, E., Bini, M., Bird, R., Momentè, F., & Reggiani, F. (2010). Accounting for Employee Stock Options: What Can We Learn from the Market's Perceptions? *Journal of International Financial Management and Accounting*, *21*(2), 161–186. <http://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2010.01039.x>
- Baik, B., Kim, Y. J., Kim, J., & Lee, S. J. (2015). Usefulness of earnings in credit markets: Korean evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, *33*, 93–113. <http://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.009>
- Balachandran, S., & Mohanram, P. (2011). Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism? *Review of Accounting Studies*, *16*(2), 272–301. <http://doi.org/10.1007/s11142-010-9137-0>
- Ball, R. (2016). IFRS – 10 years later. *Accounting and Business Research*, *46*(5), 545–571. <http://doi.org/10.1080/00014788.2016.1182710>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, *6*(2), 159–178. <http://doi.org/10.2307/2490232>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The Effect of International Institutional Factors On Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, *29*, 1–51. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, *36*(1–3 SPEC. ISS.), 235–270. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.003>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, *31*(1–3), 77–104. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., & Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance and Accounting*, *36*(3–4), 253–288. <http://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, *46*(3), 467–498. <http://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, *54*(1), 68–93. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>

- Bartov, E., Goldberg, S. R., & Kim, M. (2005). Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2), 95–119. <http://doi.org/10.1177/0148558X0502000201>
- Batta, G. (2011). The direct relevance of accounting information for credit default swap pricing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(9–10), 1096–1122. <http://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02264.x>
- Baxter, R., Bedard, J. C., Hoitash, R., & Yezegel, A. (2013). Enterprise risk management program quality: Determinants, value relevance, and the financial crisis. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1264–1295. <http://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01194.x>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Announcements Earnings. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2490070>
- Brousseau, C., Gendron, M., Bélanger, P., & Coupland, J. (2014). Does fair value accounting contribute to market price volatility? An experimental approach. *Accounting and Finance*, 54, 1033–1061. <http://doi.org/10.1111/acfi.12030>
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83–115. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3)
- Brown, W. D., He, H., & Teitel, K. (2006). Conditional Conservatism and the Value Relevance of Accounting Earnings: An International Study. *European Accounting Review*, 15(4), 605–626. <http://doi.org/10.1080/09638180601102198>
- Campbell, J. L. (2015). The fair value of cash flow hedges, future profitability, and stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 243–279. <http://doi.org/10.1111/1911-3846.12069>
- Chalmers, K., Clinch, G., & Godfrey, J. M. (2011). Changes in Value Relevance of Accounting Information upon IFRS Adoption: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 36(2), 151–173. <http://doi.org/10.1177/0312896211404571>
- Chebaane, S., & Othman, H. Ben. (2014). The Impact of IFRS Adoption on Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: The Case of Emerging Markets in African and Asian Regions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 70–80. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.012>
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *Accounting Review*, 86(4), 1255–1288. <http://doi.org/10.2308/accr-10040>

- Choi, Y. S., Peasnell, K., & Toniato, J. (2013). Has the IASB been successful in making accounting earnings more useful for prediction and valuation? UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, *40*(7–8), 741–768. <http://doi.org/10.1111/jbfa.12025>
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2013). Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review of Accounting Studies*, *18*(3), 734–775. <http://doi.org/10.1007/s11142-013-9232-0>
- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2015). Incentives or standards: what determines accounting quality changes around IFRS doption? *European Accounting Review*, *24*(1), 31–61. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1013054>
- Ciftci, M., & Darrough, M. (2015). What Explains the Valuation Difference between Intangible-intensive Profit and Loss Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, *42*(1–2), 138–166. <http://doi.org/10.1111/jbfa.12108>
- Ciftci, M., Darrough, M., & Mashruwala, R. (2014). Value Relevance of Accounting Information for Intangible-Intensive Industries and the Impact of Scale: The US Evidence. *European Accounting Review*, *23*(2), 199–226. <http://doi.org/10.1080/09638180.2013.815124>
- Clogg, C. C., Petkova, E., & Haritou, A. (1995). Statistical Methods for Comparing Regression Coefficients Between Models. *The American Journal of Sociology*, *100*(5), 1261–1293. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2782277>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, *24*, 39–67. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Curto, J. D., Pinto, J. C., Morais, A. I., & Lourenço, I. M. (2011). The heteroskedasticity-consistent covariance estimator in accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *37*(4), 427–449. <http://doi.org/10.1007/s11156-010-0212-1>
- De Jonghe, O., & Öztekin, Ö. (2015). Bank capital management: International evidence. *Journal of Financial Intermediation*, *24*(2), 154–177. <http://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.11.005>
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, *17*(1–2), 145–176. [http://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](http://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Demir, V., Bahadir, O., & Oncel, A. G. (2013). What is the Best Measure of Financial Performance? Comprehensive Income versus Net Income: Evidence from Turkey. *İktisat, İşletme ve Finans*, *28*, 73–96. Retrieved from <http://www.iif.com.tr/index.php/iif/article/view/iif.2013.323.3351>

- Devalle, A., & Magarini, R. (2012). Assessing the value relevance of total comprehensive income under IFRS: an empirical evidence from European stock exchanges. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 8(1), 43–68. <http://doi.org/10.1504/IJAAPE.2012.043965>
- Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the value relevance of accounting data after IFRS introduction in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(2), 85–119. <http://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2010.01037.x>
- Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2008). The Value-Relevance of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(2), 191–222. <http://doi.org/10.1177/0148558X0802300204>
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2004). The Declining Value-relevance of Accounting Information and Non-Information-based Trading : An Empirical Analysis. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 795–812. <http://doi.org/10.1506/j6p4-2uyp-hfxy-rbt1>
- Dorantes Dosamantes, C. A. (2013). The Relevance of Using Accounting Fundamentals in the Mexican Stock Market. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 18(S), 2–10. [http://doi.org/10.1016/S2077-1886\(13\)70024-6](http://doi.org/10.1016/S2077-1886(13)70024-6)
- D'Souza, J., Ramesh, K., & Shen, M. (2010). Disclosure of GAAP line items in earnings announcements. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 179–219. <http://doi.org/10.1007/s11142-009-9100-0>
- Easton, P. D. (1999). Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data. *Accounting Horizons*, 13(4), 399–412. <http://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.399>
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19–36. <http://doi.org/10.2307/2491026>
- Easton, P. D., & Sommers, G. A. (2003). Scale and the Scale Effect in Market-based Accounting Research. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(1–2), 25–55. <http://doi.org/10.1111/1468-5957.00482>
- Fan, J. P. H., Guan, F., Li, Z., & Yang, Y. G. (2014). Relationship networks and earnings informativeness: Evidence from corruption cases. *Journal of Business Finance and Accounting*, 41(7–8), 831–866. <http://doi.org/10.1111/jbfa.12078>
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M., & Uribe, M. (2015). *Capital Control Measures: A New Dataset* (No. 20970). *NBER WORKING PAPER SERIES*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w20970>

- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352.
<http://doi.org/10.2307/2491412>
- Gaio, C. (2010). The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World. *European Accounting Review*, 19(4), 693–738. <http://doi.org/10.1080/09638180903384643>
- Gaio, C., & Raposo, C. (2011). Earnings quality and firm valuation: International evidence. *Accounting and Finance*, 51(2), 467–499.
<http://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00362.x>
- Gassen, J., & Sellhorn, T. (2006). Applying IFRS in Germany - Determinants and Consequences. *Betriebswirtschaftliche Forschung Und Praxis*, 58(4), 365–386. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906802
- Gavious, I., & Schwartz, D. (2011). Market valuations of start-up ventures around the technology bubble. *International Small Business Journal*, 29(4), 399–415.
<http://doi.org/10.1177/0266242610369750>
- Gjerde, Ø., Knivsfla, K., & Sættem, F. (2011). The value relevance of financial reporting in Norway 1965-2004. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 113–128. <http://doi.org/10.1016/j.scaman.2010.08.001>
- Goh, B. W., & Li, D. (2011). Internal controls and conditional conservatism. *Accounting Review*, 86(3), 975–1005. <http://doi.org/10.2308/accr.00000041>
- Goncharov, I., & Hodgson, A. (2011). Measuring and Reporting Income in Europe. *Journal of International Accounting Research*, 10(1), 27–59.
<http://doi.org/10.2308/jiar.2011.10.1.27>
- Goncharov, I., & Veenman, D. (2014). Stale and Scale Effects in Markets-Based Accounting Research: Evidence from the Valuation of Dividends. *European Accounting Review*, 23(1), 25–55.
<http://doi.org/10.1080/09638180.2013.795870>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Sohail, T. (2010). Market Value of Voluntary Disclosure Concerning Information Security. *MIS Quarterly*, 34(3), 567–594.
<http://doi.org/http://aisel.aisnet.org/cgi/viewcontent.cgi?article=2921&context=misq>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Greene, W. (2003). *Econometric Analysis* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Gregory, A., Saleh, W., & Tucker, J. (2005). A UK test of an inflation-adjusted Ohlson model. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(3–4), 487–534.
<http://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00602.x>

- Gregory, A., Whittaker, J., & Yan, X. (2016). Corporate Social Performance, Competitive Advantage, Earnings Persistence and Firm Value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1–2), 3–30. <http://doi.org/10.1111/jbfa.12182>
- Gropp, R., & Heider, F. (2010). The Determinants of Bank Capital Structure. *Review of Finance*, 14(4), 587–622. <http://doi.org/10.1093/rof/rfp030>
- Gul, F. A., Zhou, G. S., & Zhu, X. K. (2013). Investor protection, firm informational problems, big N auditors, and cost of debt around the world. *Auditing*, 32(3), 1–30. <http://doi.org/10.2308/ajpt-50462>
- Günel, A. (2003). Regresyon denkleminin başarısını ölçmede kullanılan belirleme katsayısı ve kritiği. *Dogus Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 133–140. Retrieved from <http://journal.dogus.edu.tr/index.php/duj/article/view/170/186>
- Hail, L. (2013). Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? *Accounting and Business Research*, 43(4), 329–358. <http://doi.org/10.1080/00014788.2013.799402>
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 3–75. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Huang, H., Lee, E., Lyu, C., & Zhu, Z. (2016). The effect of accounting academics in the boardroom on the value relevance of financial reporting information. *International Review of Financial Analysis*, 45, 18–30. <http://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.003>
- Hung, M., & Subramanyam, K. R. (2007). Financial statement effects of adopting international accounting standards: The case of Germany. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 623–657. <http://doi.org/10.1007/s11142-007-9049-9>
- International Monetary Fund. (2015). *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges Risks Rotating to Emerging Markets*. International Monetary Fund.
- Israeli, D. (2015). Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property. *Review of Accounting Studies*, 20(4), 1457–1503. <http://doi.org/10.1007/s11142-015-9335-x>
- Jankowska, A., Nagengast, A., & Perea, J. R. (2012). *The product space and the middle-income trap: comparing Asian and Latin American experiences* (No. 311). *OECD Development Centre Working Papers*. Retrieved from <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k9909j2587g.pdf?expires=1480026240&id=id&accname=guest&checksum=C97B4E7C1B61C36B5F22F4BFBA528989>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kaytmaz Balsarı, Ç., & Özkan, S. (2009). Impact of Financial Crises on The Value Relevance of Earnings and Book Value: 1994 and 2001 Crises in Turkey. In *EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics*. Eskişehir. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.524.5170&rep=rep1&type=pdf>
- Korea Accounting Standards Board. (2012). *IFRS Adoption and Implementation in Korea, and the Lessons Learned: IFRS Country Report*. Retrieved from <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Trustees/2013/January/AP4-Korean-Adoption.pdf>
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155–192. [http://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00399-4](http://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00399-4)
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042>
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *Journal of International Economics*, 73(2), 223–250. <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>
- Lang, M., Smith Raedy, J., & Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 255–283. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.04.005>
- Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., Magnan, M., & Gay-Angers, S. (2006). On the Relationship between Voluntary Disclosure, Earnings Smoothing and the Value-Relevance of Earnings: The Case of Switzerland. *European Accounting Review*, 15(4), 465–505. <http://doi.org/10.1080/09638180601102040>
- Lee, S., Kim, M., & Davidson III, W. N. (2015). Value Relevance of Multinationality: Evidence from Korean Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(2), 111–149. <http://doi.org/10.1111/jifm.12025>
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance*, 63(4), 1575–1608. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>
- Lin, S., Riccardi, W., & Wang, C. (2012). Does accounting quality change following a switch from U.S. GAAP to IFRS? Evidence from Germany. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(6), 641–657. <http://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.006>

- Lourenço, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D., & Eugenio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417–428. <http://doi.org/10.1007/s10551-011-1102-8>
- Mechelli, A., & Cimini, R. (2014). Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study. *Accounting in Europe*, 11(1), 59–87. <http://doi.org/10.1080/17449480.2014.890777>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1966). Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-1957. *The American Economic Review*, 56(3), 333–391. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1823774>
- Morais, A. I., & Curto, J. D. (2009). Mandatory adoption of IASB standards: Value relevance and country-specific factors. *Australian Accounting Review*, 19(2), 128–143. <http://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2009.00051.x>
- Mulenga, M. J. (2016). International Financial Reporting Standards' Adoption and Value Relevance of Accounting Information: a Brief Literature Review. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(6), 814–827. Retrieved from <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2016/06/4648.pdf>
- Navarro-García, J. C., & Madrid-Guijarro, A. (2014). The Influence of Improvements in Accounting Standards on Earnings Management: The Case of IFRS. *Australian Accounting Review*, 24(2), 154–170. <http://doi.org/10.1111/auar.12020>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <http://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Paananen, M., & Lin, H. (2009). The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: The Case of Germany. *Journal of International Accounting Research*, 8(1), 31–55. <http://doi.org/10.2308/jiar.2009.8.1.31>
- Papadatos, K., & Bellas, A. (2011). The Value Relevance of Accounting Information under Greek and International Financial Reporting Standards: The Influence of Firm-Specific Characteristics. *International Research Journal of Finance and Economics*, (76), 6–23. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1963369>
- Patatoukas, P. N., Sloan, R. G., & Zha, J. (2015). On the pricing of mandatory DCF disclosures: Evidence from oil and gas royalty trusts. *Accounting Review*, 90(6), 2449–2482. <http://doi.org/10.2308/accr-51128>
- Paternoster, R., Brame, R., Mazerolle, P., & Piquiero, A. (1998). Using the Correct Statistical Test for the Equality of Regression Coefficients. *Criminology*, 36(4), 859–866. <http://doi.org/10.1111/j.1745-9125.1998.tb01268.x>
- Pervan, I., & Bartulović, M. (2014). Value relevance of accounting information: evidence from South Eastern European countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 27(1), 181–190. <http://doi.org/10.1080/1331677X.2014.947132>

- Rehman, I. U., & Shahzad, F. (2014). The economic consequences of mandatory IFRS reporting: Emerging market perspective. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 25(4), 401–409. <http://doi.org/10.5755/j01.ee.25.4.3112>
- Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, 10(2), 411–435. <http://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7>
- Siregar, S. V., Djakman, C. D., Maharani, A., Farahmita, A., & Ningrum, A. S. (2016). Financial Instruments Disclosure: Comparison of Indonesian and UK Banks. *International Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 62–66. <http://doi.org/10.5923/j.ijfa.20160501.08>
- Standard and Poor's. (2011). *Understanding the data*. McGraw-Hill Companies.
- Thinggaard, F., & Damkier, J. (2008). Has financial statement information become less relevant? Longitudinal evidence from Denmark. *Scandinavian Journal of Management*, 24(4), 375–387. <http://doi.org/10.1016/j.scaman.2008.06.001>
- Venter, E. R., Emanuel, D., & Cahan, S. F. (2014). The Value Relevance of Mandatory Non-GAAP Earnings. *Abacus*, 50(1), 1–24. <http://doi.org/10.1111/abac.12020>
- Walker, M. (1997). Clean Surplus Accounting Models and Market-based Accounting Research: A Review. *Accounting and Business Research*, 27(4), 341–355. <http://doi.org/10.1080/00014788.1997.9729559>
- Wang, M., & Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 26–49. <http://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.009>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/247880>
- Wysocki, P. D. (2009). *Assessing Earnings and Accruals Quality: US and International Evidence* (MIT Sloan School of Management). Retrieved from http://librarian.net/navon/paper/Assessing_Earnings_and_Accruals_Quality_U_S_and.pdf?paperid=14796978

ÖZGEÇMİŞ

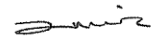
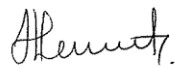
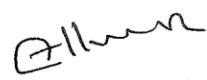
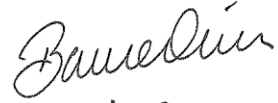

Melik ERTUĞRUL, 1987 yılında Aydın'da dünyaya gelmiştir. İzmir Anadolu Lisesi'nden 2005 yılında mezun olduktan sonra Boğaziçi Üniversitesi İnşaat Mühendisliği Bölümünde öğretim hayatına devam eden ERTUĞRUL, 2010 yılında Boğaziçi Üniversitesi'ndeki öğrenimini tamamlamıştır. 2013 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisansını (MBA) tamamlayan ERTUĞRUL, 2013 yılında başladığı Galatasaray Üniversitesi'ndeki İşletme Doktora Programı'nda öğretim hayatına devam etmektedir. Profesyonel çalışma hayatı boyunca kamuda görev yapan ERTUĞRUL'un kredi değerlendirme ve finansal analiz alanlarında deneyimleri bulunmaktadır.



TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : Galatasaray Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı Soyadı : Melik ERTUĞRUL
Tez Başlığı : Muhasebe Verilerinin Değer İlişkisinin Farklı Sermaye Yapılarına
Göre Zaman İçindeki Değişimi: Mist Ülkeleri Analizi
Savunma Tarihi : 17.03.2017
Danışmanı : Doç.Dr. Volkan DEMİR

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı	İmza
Prof.Dr. Rüstem HACİRÜSTEMOĞLU	
Prof.Dr. Haluk LEVENT	
Doç.Dr. Volkan DEMİR	
Doç.Dr. Banu DİNÇER	
Doç.Dr. Nazlı KEPÇE	

Prof. Dr. Mustafa ÖZTEK
Enstitü Müdürü

