

PAPER DETAILS

TITLE: HISSE BASI KAZANÇ KALİTESİNİN, HISSE BASI İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NET
NAKİT AKISI İLE TEST EDİLMESİ VE İMKB TİCARET ENDEKSİ HISSE SENETLERİ ÖRNEĞİ

AUTHORS: Orkun İÇTEN

PAGES: 49-65

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/150712>

HİSSE BAŞI KAZANÇ KALİTESİNİN, HİSSE BAŞI İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NET NAKİT AKIŞI İLE TEST EDİLMESİ VE İMKB TİCARET ENDEKSİ HİSSE SENETLERİ ÖRNEĞİ

Orkun İÇTEN¹

Öz

Yatırımcılar için temel finansal kriterlerden biri olan hisse başı kazanç rakamı, ancak kaliteli bilgi içerdiğinde işletmenin finansal performansı için gerçekçi bir bilgi sunabilir. Hisse Başı Kazanç bilgisindeki kalite, işletmenin gerçekçi olarak hisse başına ne kazandığını yatırımcılara sunmasıdır. Bu açıdan bakıldığında Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı, Hisse Başı Kar kalitesinin test edilmesi için önemli bir araç olabilir. Çünkü işletmenin kar rakamı manipülasyona açıkken, nakit akışı buna uygun değildir. Bu iki veri arasındaki farklılaşma, yatırımcılara işletmenin nakit meydana getirme gücü, işletme sermayesi yönetimindeki başarı ve mali başarısızlığa uğrama riski konusunda fikir vermektedir. Bu makalede Hisse Başı Kazanç ve Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı arasındaki farklılığın nelerden kaynaklanabileceği ve Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı'nın performans kriteri olarak neden daha gerçekçi bir finansal bilgi olabileceği teorik olarak açıklanmıştır. Türkiye'deki halka açık şirketlerin Hisse Başı Kar kalitesinin testi için bir örnekleme olması amacıyla, İMKB Ticaret Endeksi'ne tabi olan hisse senetleri seçilerek analiz edilmiş ve sonuçları değerlendirilmiştir.

¹ Dr. Orkun İÇTEN, CMA, SMMM, SDV Horoz Finans ve Muhasebe Direktörü, E-Posta: orkun.icten@horoz.com.tr

Anahtar Kelimeler: Hisse Başı Kazanç, Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı, Hisse Başı Kazanç Kalitesinin Test Edilmesi, İMKB Ticaret Endeksi

“The Testing of The Quality in Earnings Per Share with Operational Net Cash Flow and The Example of The Stocks in İMKB Commercial Index”

Abstract

Earnings Per Share, which is the one of the main financial criteria for investors, can present an actual result about the financial performance of the enterprise for the investors only if it is in quality. The Quality in Earnings Per Share means that the number presents to investors what the company actually earned. In this viewpoint, Net Operational Cash Flow Per Share could be an important tool in the testing of the quality of Earnings Per Share. Because net income is open to manipulations while it is harder in the statement of cash flow. The differentiation between two data gives us an opinion about cash generating power, success in management of working capital and financial failure risk of a company. In this article, The Causes of the differentiation between two data and the reason of why Net Operational Cash Flow Per Share could be more accurate financial data as a performance criteria have been explained. In the sampling of the testing of the quality of Earnings Per Share of listed companies in Turkey, Stocks in İMKB Commercial Index have been selected and analysed and the results have been evaluated.

Key Words: Earnings Per Share, Net Operational Cash Flow Per Share, Testing of Quality in Earnings Per Share, İMKB Commercial Index

Giriş

Her hisse senedi yatırımcısı, gerçekleştirdiği veya planladığı yatırımın sonuçlarını ve yatırım alternatifler arasındaki durumunu değerlendirebilmek için ilgili şirketin mevcut ve gelecek finansal performansı hakkında bilgi sahibi olmak ister. Elde edilen bilgiler neticesinde yapılan analizler, belirli performans kriterlerine dayanmaktadır. Performans kriterleri ilgili yatırımın gerek geçmiş durumuyla karşılaştırılmasını ve gerekse benzer yatırım alternatifleri arasında karşılaştırma yapmayı mümkün kılmaktadır. Hisse senedi yatırımcıları açısından en önemli performans kriterlerinden birisi de Hisse Başlı Kazanç (**HBK**) bilgisidir.

Finansal bilgi kalitesi, finansal bilginin hatalardan arınmış olmasını ve gerçek durumu en iyi şekilde yansıtmalarını ifade etmektedir. HBK rakamı, ancak kaliteli bilgi içerdiği sürece işletmenin finansal performansı için gerçekçi bir fikir verebilir. Bu açıdan bakıldığında Hisse Başlı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı (**HBİFNNA**), HBK kalitesinin test edilmesinde kullanılan önemli bir araç olabilir. Çünkü işletmenin kar rakamı manipülasyona açık iken, HBİFNNA buna elverişli değildir, geçici ve yapay kar meydana getirici kalemleri içermemektedir. HBİFNNA reeldir ve muhasebe teknikleri ile değiştirilmesi çok zordur. Bu iki veri arasındaki farklılaşma işletmenin geçmiş ve gelecek performansı konusunda yatırımcılara bazı ip uçları verebilir. Örneğin bu tür bir farklılaşma işletmenin nakit meydana getirme gücü, işletme yönetiminin çalışma sermayesi yönetimindeki başarısı ve işletmenin mali başarısızlığa uğrama riski konularında yatırımcılara ışık tutmaktadır. Bu makalede ilk olarak HBK ve HBİFNNA açıklamalarına yer verilerek, bu iki veri arasındaki farklılığın nelerden kaynaklanabileceği ve HBİFNNA'nın performans kriteri olarak neden daha gerçekçi bir finansal bilgi olabileceği teorik olarak açıklanacaktır.

Ayrıca, Türkiye'deki halka açık şirketlerin HBK kalitesinin bu yöntemle testi için bir örnekleme olması amacıyla, İMKB Ticaret Endeksi'ne tabi hisse senetleri teste tabi tutularak sonuçları değerlendirilecektir.

1. Hisse Başı Kazanç ve Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı

1.1. Hisse Başı Kazanç

HBK rakamı en temel şekilde bir dönem içinde elde edilen net kar tutarından şayet varsa imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenecek temettü tutarının çıkarılmasından sonra kalan rakamın o dönemdeki ağırlıklı hisse senedine bölünmesiyle elde edilir ve aşağıdaki formül yoluyla hesaplanır; (TMS 33: Paragraf 10)

$$\text{Hisse Başı Kazanç} = \frac{\text{Net Kar} - \text{İmtiyazlı Hisse Senetlerine Ödenecek Tutar}}{\text{Ağırlıklı Hisse Senedi Adedi}}$$

HBK rakamının işletmenin kendi geçmiş verileriyle ve diğer işletmelerle karşılaştırılabilirliği olması, bu finansal verilerin doğruluğuna bağlıdır. HBK rakamının hesaplanmasında ağırlıklı hisse senedi rakamı herhangi bir şekilde değiştirilemezken, net kar rakamı çeşitli muhasebe manipülasyonları ve makyajlamalarla değişikliğe uğratılabilmektedir. Herhangi bir makyajlama ve manipülasyon olmasa bile, gelir ve gider tahakkukları ve borç ve gider karşılıkları gibi unsurlar, işletmelerde fiili olmayan net kar rakamının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Yatırımcı açısından fiili kar, işletme karının geçici ve yapay unsurlardan arındırılmış halidir ve bu karın nakit varlık olarak işletme kasasına girmesini ifade etmektedir.

1.2. Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı

İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, işletmenin temel gelir getirici faaliyetleri ile ilgili olan ve net kar veya zararın belirlenmesinde rol oynayan işlem ve olaylardan kaynaklanan nakit hareketleridir. Yatırım ve finansman faaliyetleri dışındaki tüm işlemler bu çerçevede değerlendirilmektedir.

İşletmelerin nakit akış tablolarında yer alan bu bölüm; işletmenin dış finansman kaynaklarına ihtiyaç duymadan borçlarını geri ödeyebilme gücünü gösteren ve yeni yatırımlara başlayabilmesinin mümkün olup olmadığını ve diğer bilgilerle değerlendirilerek gelecekte oluşacak nakit girişlerinin tahmin edilmesini sağlayan temel bir gösterge niteliği taşımaktadır.(TMS-7 Paragraf 13-17)

İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı, işletme faaliyetlerinden nakit girişleri ve çıkışları arasındaki olumlu faktir.

İşletme Faaliyetlerinden Nakit Girişleri (+)

+

İşletme Faaliyetlerinden Nakit Çıkışları (-)

=

İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akış

İşletme faaliyetlerinden nakit girişleri; işletmenin müşterilerine gerçekleştirdiği mal ve hizmet satışlarından elde ettiği hasılat, royalti, komisyon ve ücret adı altında elde ettiği nakit girişleridir. Ayrıca sigorta poliçelerinden elde ettiği tazminatlar ve vergi idareleri işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit girişleri içinde yer almaktadır.

İşletme faaliyetlerinden nakit çıkışları; işletmenin aldığı mal ve hizmetlerin karşılığı olarak tedarikçilerine ve personeline ödediği tutarları, sigorta poliçeleri için ödediği primleri, tazminatları ve faaliyetle ilgili gerçekleştirdiği tüm nakit harcamalarını kapsamaktadır.

İşletmelerin faiz gelir ve giderleri ve temettü gelirleri sonucu elde edilen nakit akışlarının nerede raporlanacağı, Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında tam olarak belirtilmemiştir. İşletmeler bu nakit akışlarını işletme faaliyetlerinin bir sonucu olarak kabul ederek, işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları içinde gösterebilecekleri gibi finansman kaynaklarını elde etme maliyetlerini oluşturması durumunda, finansman faaliyetleri içinde ve hatta yapılan yatırımın getirileri olması durumunda, yatırım faaliyetlerini

ilgilendiren nakit akışları içinde gösterebileceklerdir. Temettü ödemeleri ise finansman kaynaklarının maliyetlerini oluşturduklarından finansman faaliyetleri grubu içinde yer alan nakit akışlarında yer alacaktır.(Özerhan ve Yanık, s:72)

Bu nedenle makale çalışmasında nakit akış tabloları incelenen işletmelerin nakit akış sınıflandırılmasında herhangi bir düzeltme çalışması yapılmadan, işletmenin kendi değerlendirmesi doğru kabul edilerek nakit akış tablolarındaki işletme faaliyetlerinden net nakit akışları aynen alınarak analiz edilmiştir.

HBİFNNA, temel olarak işletmenin nakit akış tablosunun işletme faaliyetlerinden elde ettiği net nakit akışı bölümünde belirtilen tutarın, o dönemdeki ağırlıklı hisse senedi adedine bölünmesiyle elde edilir ve aşağıdaki formülle hesaplanır;

$$\text{Hisse Başı İşletme F. Net Nakit Akışı} = \frac{\text{İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akış}}{\text{Ağırlıklı Hisse Senedi Adedi}}$$

1.3. Hisse Başı Kazanç ve Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı Farklılaşması ve Hisse Başı Kazanç Kalite Testi

Her işletme temelinde iş hacmini yükselterek satışlarını büyütmeye çalışır. Ancak her iş hacmindeki artış, aynı oranda işletme karının artacağı anlamına gelmemektedir. İşletme yönetiminin maliyet ve gider kontrolünde yetersiz olması, dış ekonomik şartlar ve riskler, işletme karının iş hacmindeki büyüme ile doğru artmamasına belki de zararlı sonuçlanmasına neden olabilir. Ancak bunun tam tersi bir durumda söz konusu olabilir. İşletmenin iş hacmindeki belirli bir artış olmadığı halde duran varlık satış karı gibi arızı bir takım gelirler ve karşılık ve tahakkuklardan kaynaklanan işlemler gibi bir takım muhasebe kayıtlarından kaynaklanan nedenlerle işletme karı yükselebilir.

Benzer bir durum işletme karı ile işletme faaliyetlerinden net nakit akışı arasında da mevcuttur. İşletmenin gerçekleştirdiği her satış, işletme için kar anlamına gelmediği gibi her kar getiren işlem de işletme faaliyetleri neticesindeki nakit akışı anlamına

gelmemektedir. Bu farklılaşma genel olarak; net kar rakamının muhasebe kayıt ve hesaplamalarına dayanırken, işletme faaliyetlerinden nakit akışın fiili bir sonuç olmasından kaynaklanmaktadır. Aşağıda net kar rakamı ile işletme faaliyetlerinden net nakit akışı arasındaki farklılığın temel nedenleri görülmektedir;(Kieso, Weygandt, vd., s:1240-265)

- a) İşletme cari hesap alacaklarının tahsilatında başarısız olması ve tedarikçi ödemelerine göre vade uyumu açısından cari hesap alacaklarını uygun vadede tahsil edememesi,
- b) İşletme tedarikçi ödemelerinin cari hesap alacaklarına göre daha kısa bir sürede ödenmesi,
- c) İşletme stok devir süresindeki uzunluk,
- d) Vergi karşılığı ile ödenen vergilerdeki farklılıklar,
- e) Gelir ve gider tahakkukları,
- f) Borç ve gider karşılıkları,
- g) Amortismanlar
- h) Duran varlık satışlarından kaynaklanan karlar veya zararlar

Yukarıda belirtilen net kar rakamı ile işletme faaliyetlerinden net nakit akışı arasındaki farklılaşma nedenleri, iki temel grup altında toplanmaktadır.

İlk olarak işletmenin çalışma sermayesi yönetimindeki hatalar nedeniyle faaliyetle ilgili nakit akışında azalma meydana gelmektedir. İşletme, müşterilerine satışlarını gerçekleştirip gelir olarak kaydederken, alacaklarındaki tahsilat başarısızlığı veya tedarikçi ödemeleriyle vade uyumsuzluğu nedeniyle faaliyetle ilgili net nakit girişleri azalmakta veya artmaktadır. Ayrıca başarısız stok yönetimi nedeniyle uzun stok tutma süresi de bu grup içinde yer almaktadır.

İkinci olarak, tahakkuk muhasebesinin ve dönemsellik ilkesinin yapısından kaynaklanan o döneme ait nakitle ilişkilendirilemeyen gelir ve gider tahakkukları, borç ve gider karşılıkları, amortismanlar, duran varlık satışlarından kaynaklanan karlar

veya zararlar ve ayrılan karşılıktan daha fazla veya daha az ödenen vergiler farklılaşma meydana getirmektedir.

Bu iki grup neden üzerinden bakıldığında, HBİFNNA, HBK rakamının kalitesi açısından önemli bir göstergedir. Çünkü; HBK açısından kalite, hisse başı işletme kazancının işletme satışındaki artış ve maliyet kontrolünden kaynaklandığını, yapay ve geçici unsurlardan arındırılmış haliyle gerçekçi olarak hisse başına ne kazandığını ve bu kazancın neticesindeki nakit varlığın işletmeye getirildiğini yatırımcılara sunmasıdır. (Comiskey & Mulford, s:35) HBİFNNA hem reel işletme faaliyetleri sonucunda nakit girişlerini vermektedir hem de muhasebe işlemlerinden kaynaklanan gerçekçi olmayan sonuçlardan ve arızı işlemlerden kaynaklanan sonuçlardan arınmıştır. Bu nedenle HBK tutarının gerçekliliği, HBİFNNA ile karşılaştırılması ile test edilebilir.

Ayrıca işletmeler açısından kar rakamı ne olursa olsun, önemli olan işletmenin bu kar rakamı sonucunda işletmeye bırakabildiği nakit fazlalıktır. İşletmenin net kar rakamı kadar işletme faaliyetlerinden nakit varlık meydana getirememesi, işletmedeki çalışma sermayesi yönetimindeki yönetim başarısızlığı, nakit varlık meydana getirme gücündeki zayıflama ve hatta finansal başarısızlığa uğrayıp iflas etme gibi konularda ipuçları vermektedir. Nitekim kar elde ettiği halde çalışma sermayesindeki yönetim başarısızlığı nedeniyle finansal başarısızlığa uğrayıp iflas eden bir çok işletme mevcuttur. Örneğin Amerika Birleşik Devletlerinde faaliyet göstermiş olan W.T. Grant firması 4 yıl içinde net karını %32 arttırarak 31 milyon USD'den 41milyon USD çıkarttığı halde iki sene sonra 1976 yılında iflas etmiştir. Oysa aynı işletmenin nakit akış tabloları incelendiğinde, alacaklarının tahsilatındaki başarısızlık nedeniyle işletme faaliyetlerinden net nakit akışında ciddi bozulmalar olduğu gözlemlenebilmiştir. (Kieso, Weygandt, vd., s:1240-1265)

Bu nedenle HBİFNNA işletmelerin performansı açısından daha gerçekçi bir sonuç vererek, yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmelerin durumunu ve gelecekle ilgili beklentilerini daha kaliteli bir şekilde izleyebilmelerini sağlayabilecektir.

HBK kalitesinin test edilmesinde, HBK değeri, HBİFNNA değeri ile karşılaştırılır. HBİFNNA değeri HBK değerinden daha büyük ise HBK kalitesi hakkında olumlu bir görüş vermektedir. Şayet HBİFNNA tutarı HBK tutarından küçük ise açıklanan HBK bilgisinin kalitesi konusunda olumsuz bir duruma işaret etmektedir. Özellikle HBK değeri pozitifken HBİFNNA değerinin negatif olması, yatırımcılar açısından daha dikkatle izlenmesi ve derinlemesine analiz edilmesi gereken bir durumdur. Çünkü bu durum işletme yönetiminin nakit meydana getirme gücündeki zayıflamayla birlikte, dış kaynak ihtiyacını yükseltmekte ve finansal başarısızlığa uğrama riskini arttırmaktadır. Elbette böyle bir işletmenin faaliyetlerini uzun süre devam ettirmesi ve bu işletmeye yapılan yatırımın orta ve uzun vadede değerini koruması beklenemez.

HBK kalitesindeki olumlu ve olumsuz durumun derecesi HBİFNNA/HBK oranı ile belirlenir. Bu oranın 1'den ne kadar büyük olduğu HBK kalitesindeki olumluluk derecesini arttırmakta ve HBK kalitesinin yükseldiğini göstermektedir. Bu oranın 1'den ne kadar küçük olduğu ise HBK kalitesindeki olumsuzluk derecesini arttırmakta ve HBK kalitesindeki düşüklüğü ifade etmektedir. (Urbancic, s:4)

Yatırımcılar tek bir hisse senedi için HBK kalite testini yapabileceği gibi belirli bir endeks ve sektör için de bu testi gerçekleştirebilirler. Böylece belirli bir endeks ve sektöre tabi olan hisse senedi yatırımlarının taşıdığı riskleri ölçebilir ve yatırımlarına buna göre yön verebilirler.

2. İMKB Ticaret Endeksine Tabi Olan Hisselerin, Hisse Başlı Kazanç Kalitesinin Testi

2.1. Yöntem

HBK kalitesinin İMKB'ye tabi şirketler açısından durumunu değerlendirmek amacıyla İMKB endekslerinden biri olan İMKB Ticaret Endeksine tabi şirketlerin hisse senetleri seçilerek, ilgili şirketlerin 2009-2011 yılları arası yıllık faaliyet raporları ve finansal

tabloları incelenmiş ve HBK ve HBİFNNA tutarları hesaplanarak karşılaştırılmıştır.(Kamuyu Aydınlatma Platformu/www.kap.gov.tr)

İMKB Ticaret Endeksine ait hisse senetlerinin 2009-2011 yılları arasındaki HBK ve HBİFNNA açısından genel seyrinin tespit edilmesi amacıyla, her bir hisse senedine eşit ağırlık verilerek HBK ve HBİFNNA tutarlarının aritmetik ortalaması alınarak karşılaştırmalar yapılmıştır. Karşılaştırma neticesinde olumlu ve olumsuz neticeler HBK ve HBİFNNA sayısal verilerinin durumuna göre izah edilmiş, olumlu ve olumsuz durumun derecesi ise HBİFNNA/HBK oranı ile açıklanmıştır.

İMKB Ticaret Endeksine ait hisse senetlerinin 2009-2011 yılları arasındaki HBK ve HBİFNNA açısından detay seyrinin tespit edilmesi HBK ve HBİFNNA durumlarına göre şirket hisseleri 6 ana gruba ayrılmıştır;

A Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı pozitif iken HBİFNNA negatiftir. Bu durum analizde en olumsuz sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

B Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı negatif olmakla birlikte HBİFNNA da negatiftir ancak HBK sonucundan daha büyük bir negatif değere sahiptir.

C Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı pozitif olmakla birlikte HBİFNNA tutarı da pozitifdir ancak HBK sonucundan daha küçüktür.

D Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı negatiftir ve HBİFNNA tutarı negatif olmakla birlikte HBK sonucundan daha küçük bir negatif değere sahiptir.

E Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı pozitifdir ancak HBİFNNA tutarı daha yüksek bir pozitif değere sahiptir.

F Grubu Hisseler; Bu hisse senetlerinin HBK tutarı negatiftir ancak HBİFNNA tutarı pozitifdir. Bu durum analiz çalışmasında en olumlu durum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu gruplara göre hisse senetlerinin HBK ve HBİFNNA açısından değerlendirilmesi yapılarak bu grupların İMKB Ticaret Endeksi içindeki ağırlık değişimi analiz edilmiştir.

2.2. Tespitler

Gerçekleştirilen analiz çalışması neticesinde İMKB Ticaret Endeksine tabi hisse senetlerinin HBK ve HBİFNNA durumuna ilişkin bulgular aşağıdaki gibidir;

2.2.1. İMKB Ticaret Endeksinin Genel Durumu

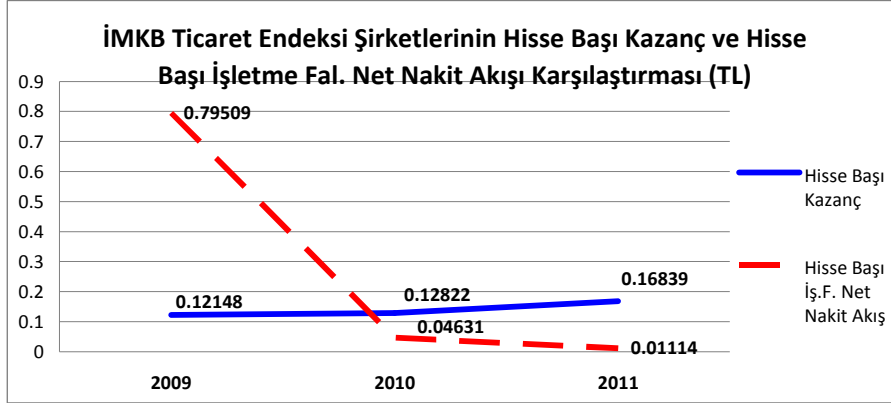
İMKB Ticaret Endeksine tabi şirketlerin hisse senetlerinin genel olarak HBK ve HBİFNNA tutarları aritmetik ortalama ile 2009-2011 yılları itibarıyla hesap edilerek karşılaştırılmıştır. Dağılımlar hakkında fikir vermesi amacıyla ilgili yıllar için standart sapmalar hesap edilmiştir. Tablo-1'de 2009-2011 yılları arasında ilgili analiz çalışmasının sonucu özet olarak görülmektedir.

Tablo-1: İMKB Ticaret Endeksi Şirketlerinin Hisse Başı Kazanç ve Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı Karşılaştırması (TL)

Yıllar	Hisse Senedi Sayısı	Hisse Başı Kazanç		Hisse Başı İşletme Faal.Net Nakit Akışı	
		Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
2011	18	0,16839	0,55141	0,01114	1,08761
2010	13	0,12822	0,54603	0,04631	0,99147
2009	12	0,12148	0,92933	0,79509	1,43985

Yukarıdaki tablodan görülebileceği gibi 2009 yılında HBK aritmetik ortalaması HBİFNNA aritmetik ortalamasından daha düşüktür. Bu durum endeksin genel durumu açısından olumlu olarak değerlendirilebilir ancak 2010 ve 2011 yıllarında ise bu durum tersine dönmüş ve her iki yılda da HBİFNNA değeri HBK değerinin altında kalmıştır. Grafik-1'de 2009-2011 yılları arasındaki bu karşılaştırma görülmektedir.

Grafik-1



2009-2011 yılları arasında HBİFNNA değerleri HBK değerlerine göre göreceli olarak olumsuz şekilde değişmiştir. Nitekim Tablo-2'ye bakıldığında HBİFNNA/HBK oranı 2009'dan 2011 yılına kadar azalarak devam etmiştir.

Tablo-2: İMKB Ticaret Endeksi Şirketlerinin HBİFNNA/HBK Aritmetik Ortalama Oranları

Yıllar	HBİFNNA/HBK Oranı
2009	6,5450
2010	0,3612
2011	0,0662

2.2.2. İMKB Ticaret Endeksine Tabi Hisse Senetlerinin Detay Durumu

İMKB Ticaret Endeksinde yer alan şirketlerin hisse senetlerinin HBK ve HBİFNNA analizleri Tablo-3'deki gibidir;

Tablo-3: İMKB Ticaret Endeksi Şirketlerinin HBİFNNA ve HBK Aritmetik Ortalama Detayları (TL)

Yıllar	Grup	Hisse Senedi Sayısı	Hisse Başı Kar		Hisse Başı İş.Faal.Net Nakit Akışı	
			Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
2011	A	4	0,33470	0,24215	-0,93011	0,98021

2011	B	5	-0,27033	0,23194	-0,41277	0,42275
2011	C	2	0,11432	0,0872	0,04106	0,01749
2011	D	1	-0,00336	-	-0,00067	-
2011	E	5	0,56556	0,84286	1,17873	1,14577
2011	F	1	-0,00917	-	0,00974	-
2010	A	1	0,24202	-	-0,86569	-
2010	B	3	-0,25866	0,37596	-1,02763	0,93191
2010	C	4	0,24476	0,32073	0,20382	0,27825
2010	D	0	-	-	-	-
2010	E	2	0,84672	1,09102	1,17851	1,5084
2010	F	3	-0,15720	0,03864	0,45947	0,20605
2009	A	2	0,19709	0,11385	-0,42051	0,55365
2009	B	1	-0,00260	-	0,00514	-
2009	C	0	-	-	-	-
2009	D	0	-	-	-	-
2009	E	4	0,83461	1,32811	1,46634	2,10908
2009	F	5	-0,45445	0,34499	0,90437	0,96123

İMKB Ticaret Endeksi'nde tabi hisse senetlerinin gruplandırılmasından söz edilmişti. Bu gruplandırma içerisinde A, B ve C grubu HBİFNNA'nın HBK'dan düşük olduğu hisselerdi. D, E ve F grupları ise HBİFNNA'nın HBK'dan yüksek olduğu hisseleri temsil ediyordu. Bu iki grubun İMKB Ticaret Endeksindeki toplu olarak birbirlerine göre durumu Tablo-4'de görülebilir.

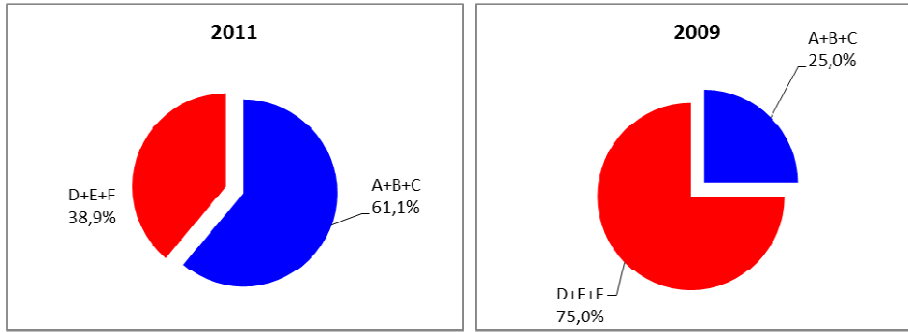
Tablo-4: İMKB Ticaret Endeksi Hisse Senetlerinin HBİFNNA ve HBK Aritmetik Ortalama Karşılaştırmalarına Göre Gruplandırılması (TL)

Yıllar	Grup	Hisse Senedi Sayısı	Hisse Başı Kazanç		Hisse Başı İş. Faal. Net Nakit Akışı	
			Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
2011	A+B+C	11	0,01962	0,3513	-0,51838	0,70409
2011	D+E+F	7	0,40218	0,7426	0,84324	1,09703
2010	A+B+C	8	0,05563	0,39014	-0,39167	0,83029
2010	D+E+F	5	0,24437	0,77503	0,74708	0,86322
2009	A+B+C	3	0,13053	0,14061	-0,28205	0,45910
2009	D+E+F	9	0,11847	1,08745	1,15414	1,48922

Tablo-4'de ilk dikkati çeken konu A+B+C grubunda olan hisse senetlerinin 2009 yılına göre endekse tabi hisse sayısı içeri-

sinde % olarak artış göstermiş olmasıdır. 2009 yılında toplam şirket sayısı içerisinde %25'lik ağırlığı var iken 2011 senesi içerisinde bu oran %61,1'ya yükselmiştir. Grafik-2'de bu sonuç görsel olarak izlenebilmektedir.

Grafik-2: (A+B+C) ve (D+E+F) Grubu Hisselerinin İMKB Ticaret Endeksine Tabi Hisseler İçindeki Sayısal Ağırlığı (%)



Ayrıca Tablo-4'deki verilerle ilgili dikkati çeken en önemli hususlardan birisi de A+B +C grubundaki hisse senetlerinin HBİFNNA/HBK oranının gittikçe kötüleştiğidir. Tablo-5'den de görülebileceği gibi bu oran 2009 yılında -2,1608 iken 2011 yılında -26,4210 olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum, bu gruba ait hisse senetlerinin HBİFNNA ve HBK arasındaki farkın açıldığının önemli bir göstergesidir.

Tablo-5: İMKB Ticaret Endeksi Hisse Senetlerinden A+B+C Grubu Hisse Senetlerinin HBİFNNA/HBK Aritmetik Ortalama Oranları

Yıllar	HBİFNNA/HBK Oranı
2009	-2,1608
2010	-7,0406
2011	-26,4210

Tablo 6'dan da görülebileceği gibi benzer bir durum D+E+F grubu hisse senetleri için de geçerlidir. HBİFNNA/HBK oranı yıllar itibarıyla düşmekte ve HBİFNNA ve HBK arasındaki olumlu fark yıllar itibarıyla azalmaktadır. Nitekim 2009 yılında 9,7420 olan oran 2011 yılında 2,0967'ye gerilemiştir.

**Tablo-6: İMKB Ticaret Endeksi D+E+F Grubu Şirketleri
HBİFNNA/HBK Aritmetik Ortalama Oranları**

Yıllar	HBİFNNA/HBK Oranı
2009	9,7420
2010	3,0572
2011	2,0967

Sonuç ve Değerlendirme

İşletmelerin Hisse Başı Kazanç rakamının kalitesi, yatırımcılar için ilgili işletmeler için doğru ve fiili hisse başı kazanç durumunu yansıtıp yansıtmaması açısından önem arz etmektedir. Hisse Başı Kazanç kalitesinin belirlenmesinde Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akış karşılaştırmasının, nakdin yatırımcılar açısından en gerçekçi kazanç kıstası olması nedeniyle doğru bir yöntem olabileceği görülmüştür.

Hisse Başı Kazanç kalitesinin ölçülmesi bir hisse senedi için yapılabileceği gibi bir endekse uygulanarak o endeksteki hisselerin bu açıdan genel görünümü ve risk durumu için fikir verebilecektir. Bu amaçla örnek bir uygulama ve genel seyir konusunda İMKB Ticaret Endeksine tabi hisse senetleri seçilerek inceleme yapılmıştır.

Gerçekleştirilen analiz çalışması neticesinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır

1- İMKB Ticaret Endeksine tabi hisse senetlerinin geneli değerlendirildiğinde Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışın, Hisse Başı Kazanç değerlerine göre 2010 ve 2011 yılında daha düşük kaldığı gözlemlenmiştir. Bu iki değer arasındaki olumsuz farkın derecesi 2010 ve 2011 yıllarında olumsuzluk derecesi artmış ve 2009 yılında 6,5450 olan HBİFNNA/HBK oranı 2010 yılında 0,31612 ve 2011 yılında 0,0662 olarak gerçekleşmiştir.

2- Hisse Başı Kazanç'dan daha küçük Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı'na sahip hisse senetlerinin grubunu

oluşturan A+B+C grubundaki hisse sayısı, 2009 yılına göre İMKB Ticaret Endeksi içinde sayısal ağırlığını arttırmış ve 2009 yılında %25'den 2011 yılında % 61,1'e yükselmiştir. Bu grupta yer alan hisse senetlerinin HBİFNNA/HBK oranı 2009 yılında -2,1608 iken 2011 yılında -26,4210'a çıkmıştır. Bu durum A+B+C grubundaki hisse senetlerinin Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı'nın, Hisse Başı Kazanç'a göre olan düşüklüğündeki farkın arttığını göstermektedir.

3- Hisse Başı Kazanç'dan daha yüksek Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinden Net Nakit Akışı temsil eden hisse senetlerinin grubunu oluşturan D+E+F grubundaki hisse sayısı 2009 yılına göre İMKB Ticaret Endeksi içinde sayısal ağırlığını düşürmüştü ve 2009 yılında %75'den 2011 yılında % 38,9' gerilemiştir. Bu grupta yer alan hisse senetlerinin HBİFNNA/HBK oranı 2009 yılında 9,7420 iken 2011 yılında 2,0967'e gerilemiştir. Bu durum D+E+F grubundaki hisse senetlerinin Hisse Başı İşletme Faaliyetlerinin Net Nakit Akışı'nın, Hisse Başı Kazanç'a göre olan yüksekliğindeki farkın azaldığını ve olumluluk derecesinin düştüğünü göstermektedir.

4- İMKB Ticaret Endeksi örneği seçilerek yapılan analiz neticesinde; bu endekse tabi hisse senetlerinin Hisse Başı Kazanç kalitesinin, Hisse Başı İşletme Faaliyetlerin Net Nakit Akışı kriterine göre azaldığı ve yatırımcılar ve analizciler açısından İMKB'ye tabi diğer hisse senetleri için de dikkate alınarak incelenmesi gereken bir durum olduğu tespit edilmiştir. Nitekim Hisse Başı Kazanç kalitesi düşen işletmelerin orta ve uzun vadede finansal problemler yaşayarak hisse başı kazançlarının düşebileceği ve belki de ilgili işletmenin finansal başarısızlığa uğrayarak ilgili yatırımın değerinin yitirilmesine neden olabileceği bilinmektedir.

Kaynakça

Comiskey, E. & Mulford, C., (2000), *Guide to Financial Reporting and Analysis*, USA, John Wiley & Sons, s: 35

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, *Türkiye Muhasebe Standartları, TMS 7*, (03.09.2012), www.tmsk.org.tr,

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, *Türkiye Muhasebe Standartları*, TMS 33, (03.09.2012), www.tmsk.org.tr,

Kamuyu Aydınlatma Platformu, (06.09.2012), www.kap.gov.tr

Kieso, D., Weygandt J., & Warfield, T., (2011), *Intermediate Accounting: IFRS Edition*, USA, John Wiley & Sons,

Özerhan, Y. ve Yanık, S., (2010), *IFRS/IAS ile Uyumlu TMS/IFRS*, Ankara, Türmob Yayınları,

Urbancic, F., *The Power of Cash Flow Ratios*, USA, (10.09.2012), New Accountant,

<http://www.newaccountantusa.com/thepowerofcashflowratios.pdf>