

İşletmelerin Pazarlama Giderlerinin Hisse Senetleri Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB Gıda Sektörü Örneği

The Effect of Marketing Expenses on Stock Returns: The Case of ISE Food Industry

Yrd. Doç. Dr. Yusuf Volkan Topuz - Nazlı Akşit

Öz

Bu çalışmada işletmelerin pazarlama harcamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmeye çalışılmıştır. Genel kabul görmüş muhasebe usul ve prensiplerine göre pazarlama harcamaları bir gider unsuru olarak kabul edilmektedir. Pazarlama harcamalarının işletmelerin gelir tablolarında faaliyet gideri olarak yer alması bu bakış açısının en önemli göstergelerinden birisidir. Ancak son dönemlerde finansman alanında bazı yaklaşımlar doğrultusunda pazarlama harcamalarının bir gider olarak değil, işletmeye gelecekte değer yaratacak bir yatırım olarak değerlendirilmesi fikri öne çıkmaya başlamıştır. Pazarlama literatüründe ise pazarlama harcamalarının değer yaratan bir unsur olduğu konusunda genel bir kabul vardır. O halde pazarlama harcamalarının bir maliyet unsuru olmaktan çok işletmelerin piyasa değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olan bir yatırım olduğu düşünülebilir. Bu açıdan bakıldığında işletmelerin pazarlama harcamaları müşterileri değerini, marka bilinirliğini ve birçok durumda da satışlarını artırması nedeniyle işletmelerin hisse senedi getirilerini etkileme olanağına sahip olabilmektedir. Bu doğrultuda çalışmamızda, İMKB Gıda Sektörü işletmeleri için yapılan panel regresyon analizi ile Pazarlama Satış ve Dağıtım harcamalarının işletmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Sonuçlar genel olarak pazarlama harcamalarının cari dönemde hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönlü etkiye sahip olduğunu ve pazarlama harcamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin konkav olduğunu göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Pazarlama Harcamaları, Firma Değeri, Panel Veri Analizi

Abstract

In this study, the effect of marketing expenses on stock returns has been studied. According to the generally accepted accounting principles, marketing expenses are a kind of cost and are presented in income statements as an operating expense. On the other hand, in addition to this view, new approaches in finance consider marketing expenses as a value greater than an expense item. Therefore, marketing expenses are taken into account as an investment activity which would create a value for the firm in the future. In the marketing literature, there is a generally accepted view which proposes that marketing expenses are a value-creating activity. Thus, it may be thought that marketing expenses are a kind of investment that has positive effect on firm's value -not just a cost object. From this point of view, marketing expenses should affect stock returns, since a firm can increase its customer equity, brand equity, and sales through marketing activities. In line with the aim of this study, we investigated the effect of Marketing, Sales and Distribution Expenses on stock returns of firms listed in the ISE Food Sectoral Index by using panel data regression analysis. According to the results, marketing expenses (in the current period) effect stock returns generally positively and there is a concav relationship between the variables.

Keywords: Marketing Expenses, Firm Value, Panel Data Analysis

* Bu çalışmanın ilk hali EconAnadolu 2011-Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi'nde sunulmuştur.

Yrd. Doç. Dr. Yusuf Volkan Topuz, Abant İzzet Baysal Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, v_topuz@hotmail.com

Nazlı Akşit, Abant İzzet Baysal Üniversitesi SBE İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Öğrencisi, nazli_aksit@hotmail.com

Giriş

İşletme yönetiminin temel amaçlarından birisi hisse senedi sahiplerinin gelecekte elde edecekleri getirileri maksimize etmektir. Demir (2005) bu durumda sadece daha çok kar ya da daha çok satış hasılatı elde eden işletmelerin değil, piyasa değerini en yükseğe çıkararak işletmelerin amaçlarına ulaşmış olacağını ifade etmektedir. Bir işletmenin sahip olduğu hisse senetlerinin gelecekte beklenen değeri firma değerini yansıtmaktadır ve bu değer çoğunlukla işletmenin pazarlama faaliyetlerine bağlıdır (Osinga, vd., 2011). İşletmelerin yapmış olduğu pazarlama ve reklam harcamalarının kısa dönemde karlılık üzerinde negatif bir etki oluşturduğu ve gider unsuru olarak kabul edildiği de bir gerçektir. Ancak pazarlama ve reklam harcamaları kısa dönemde gider unsuru olarak düşünülse de aslında işletmeye uzun dönemde değer katacak bir yatırım aracı olarak kabul edilebilir (Joshi ve Hanssens, 2010). Çünkü finansal açıdan bakıldığında pazarlama harcamalarının işletmenin gelecekteki satışlarını, karlarını ve buna bağlı olarak da nakit akışlarını artıracığı beklenebilir (Graham ve Frankenberg, 2000). Öte yandan firma değerinin işletmenin maddi duran varlıklarının değeri ile maddi olmayan duran varlıklarının değerinin toplamından oluştuğu (Külter ve Demirgüneş, 2006) varsayıldığında, Ar-Ge ve reklam benzeri pazarlama harcamalarının marka değeri gibi maddi olmayan duran varlıklar üzerindeki pozitif etkisi de işletmenin rekabet avantajı elde etmesine ve işletmenin finansal açıdan değerinin artmasına neden olabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı pazarlama faaliyetlerinin firma değeri üzerindeki etkisini belirlemektir. Bu kapsamda çalışmada hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören gıda sektörü işletmelerinin pazarlama harcamaları ile firma değerleri arasındaki ilişki panel regresyon analiziyle incelenmiştir. Çalışmanın sonraki kısımlarında ilk olarak pazarlama faaliyetleri ve firma değeri arasındaki ilişkiler açıklanmaya çalışılacaktır. Ardından sırasıyla yöntem, veri, bulgular ve sonuç başlıkları ele alınacaktır.

Pazarlama Faaliyetleri ve Firma Değeri İlişkisi

Birçok firmanın pazar değeri genellikle sahip olduğu net varlıkların muhasebe değerine eşit olmamaktadır. Graham ve Frankenberg (2000)'e göre firmanın pazar değeri ve muhasebe değeri muhasebenin iki özelliğinden dolayı eşit değildir. Bu özelliklerden ilki muhasebe sisteminin varlıkların elde edilme değerini

ve varlıkların amortismanını kaydetmesidir. İkincisi ise, muhasebenin kayıt yapmadan önce varlık değerinde objektif kanıtlara ihtiyaç duymasındır. Dolayısıyla reklam ve Ar-Ge gibi pazarlama faaliyetlerine ilişkin harcamaların değeri objektif muhasebe standartlarında yer almamaktadır. Bu nedenle söz konusu yatırımlardan kaynaklanan getiriler yöneticiler tarafından göz ardı edilmektedir (Külter ve Demirgüneş, 2006).

Wang, vd. (2009)'e göre mevcut muhasebe yaklaşımlarında pazarlama harcamaları maddi olmayan yatırımlardan çok maliyet unsuru olarak ele alınmaktadır. Doyle (2000)'e göre ise işletmelerin üst düzey yöneticileri pazarlamanın hissedar değeri yaratmadaki rolünü ihmal etmekte ve uyguladıkları pazarlama planlarının finansal sonuçlarını kestirememektedirler. Esasında pazarlama faaliyetleri yalnızca müşteri tutumunu değiştirme, satışları ya da pazar payını artırmak gibi geleneksel amaçları gerçekleştirilmeye katkıda bulunmaz bunların yanı sıra firma ve marka değerini de artırabilir (Day ve Fahey, 1988). Öyleki, Ittner ve Larcker (1998), müşteri tatmini gibi maddi olmayan varlıklara yapılan ve finansal olmayan yatırım göstergelerinin, işletmelerin gelecekteki finansal performansını belirlemede geçmiş muhasebe verilerinden daha iyi bir gösterge olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Nitekim son yıllarda pazarlama literatüründe yapılan çalışmalarda pazarlama harcamalarının işletmelerin finansal performansını artırabileceği ileri sürülmüştür (Ör: Srinivasan ve Hanssens, 2009; Peterson ve Jeong, 2010; Krasnikov ve Jayachandran, 2008).

Muhasebe, ekonomi ve finans literatürünün aksine pazarlama literatürü pazarlama faaliyetlerinin maddi olmayan duran varlık yarattığına odaklanmaktadır (Peterson ve Jeong, 2010). Örneğin reklam, bir işletmenin pazarlama harcamalarının en görünür yönüdür (Graham ve Frankenberg, 2000) ve bir ürünün özellikleri, faydaları, ulaşılabilirliği ve firmanın imajının inşasında önemli rol oynayan bir iletişim sürecidir (Peterson ve Jeong, 2010). Bu nedenle işletmelerin temel pazarlama faaliyetlerinden biri olan reklam harcamalarının artırılması marka bilinirliğini ve birçok halde de satışları artırmaktadır (Külter ve Demirgüneş, 2006).¹ Nitekim işletmelerin reklam harcamaları

1 Bunun da ötesinde bireysel yatırımcıların kurumsal yatırımcılardan farklı olarak portföylerini oluştururken reklamlardan etkilenebileceğini ileri sürmek mümkündür (Osinga, vd. 2011; Frider ve Subrahmanyam, 2005).

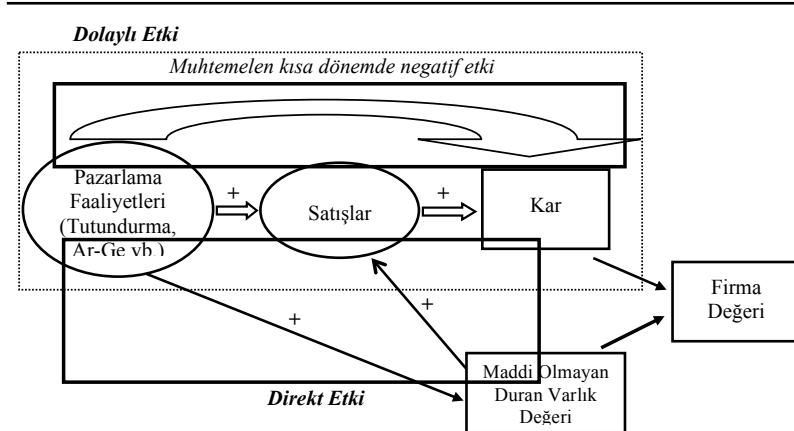
ları ile ilgili olarak son yıllarda yapılan çalışmalarda (Frieder ve Subrahmanyam 2005; Joshi ve Hanssens 2008) reklam harcamalarının hisse senedi getirilerini doğrudan artırabileceği gibi, işletmelerin satış gelirlerini ve karlarını artırması sonucu, dolaylı olarak da firma değerini artırabileceği ifade edilmiştir.

Diğer bir ifadeyle pazarlama faaliyetleri (satış, tutundurma ve Ar-Ge) bir hisse senedinin fiyatının oluşmasına katkı sağlayan temel maddi olmayan kaynaklardır (Cook, 2003). Srinivasan ve Hanssens (2009) temel pazarlama faaliyetleri ile firma değeri arasındaki ilişkileri ele aldıkları çalışmalarında, müşteri tatmin düzeyi ile firma karı ve pazar değeri arasında bir ilişki olduğunu, buna karşın fiyat promosyonlarının uzun dönemde firma karını aşındırması nedeniyle fiyat promosyonları ile firma değeri arasında negatif yönlü ilişki olduğunu ileri sürmüşlerdir. Srinivasan ve Hanssens (2009)'e göre yatırımcılar, firmanın yeni bir dağıtım kanalı seçimi sonucunda sağlayacakları kazancın bu yeni dağıtım kanalı maliyetinden daha fazla olacağına inanmaktadırlar. Buna göre yazarlar yeni bir dağıtım kanalının açılması ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedirler.

Barth vd. (1998) göre yatırımcılar bir firmanın hisse senedini değerlendirirken onun markasını da göz önünde tutmaktadırlar. Bununla birlikte Aaker ve Jacobson (1994) pazarlama faaliyetleri içinde önemli bir değişken olan markanın, gelecekte nakit akımı yaratan bir varlık olduğunu ifade etmişlerdir. Öyleyse marka değerini artıracak harcamalar marka bağımlılığı yaratacak ve firma değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olacaktır (Srinivasan ve Hanssens, 2009).

Fama (1970)'nin ileri sürdüğü etkin piyasalar hipotezine göre bir firmanın pazar değeri firmanın varlıklarından beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir ve bir firmanın cari ve gelecekteki potansiyel karı hakkında ulaşılabilir tüm bilgileri yansıtır. Etkin piyasalar hipotezine göre yatırımcılar, işletmenin gelecekte kar elde edeceği beklentisi ile değeri etkileyecek yeni haberlere tepki vermektedirler. Buna göre temel pazarlama faaliyetlerinden olan yeni ürün geliştirme haberi hisse fiyatlarını artırabilecekken ürünlerin fiyatlarındaki indirimler hisse senedi fiyatlarını düşürebilecektir. Srinivasan ve Hanssens (2009) yeni ürün haberlerinin birkaç gün içinde hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğunu, bu nedenle bir işletmenin yaptığı yenilikler ile firma değeri arasında çoğunlukla pozitif ilişki olabileceğini ve yenilik haberlerinin yoğun bir reklam ile desteklenmesi durumunda bu etkinin daha da artırılabilirliği ifade etmişlerdir.

Şekil 1'den de görüleceği üzere pazarlama faaliyetleri firma değerinin artmasında dolaylı ve direkt olmak üzere iki şekilde etkiye sahip olabilmektedir. Pazarlama faaliyetlerinin firma değeri üzerindeki dolaylı etkisi, işletmenin yapmış olduğu pazarlama faaliyetlerinin satışları ve karları artırması sonucunda hisse senedi getirilerinin ve firma değerinin artması şeklindedir. Bu etki satışlar ve karlar aracılığıyla firma değerini artırdığı için dolaylı etki olarak kabul edilmektedir. Ho vd. (2005)'ne göre doğrudan etki ise, değer oluşturan pazarlama ve reklam harcamalarının marka değeri yaratmasına dayanmaktadır. Yazarlara göre pazarlama faaliyetleri sonucunda artan marka değeri sonraki aşamada firma değerini artırmaktadır.



Kaynak: Joshi, A. ve D.M. Hanssens (2010). "The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value", *Journal of Marketing*, Vol.74, s. 21. (uyarlanmıştır)

Şekil 1. Pazarlama Faaliyetlerinin Firma Değerine Etkisi

Literatürde birçok çalışma pazarlama harcamalarının bütünü yerine Ar-Ge ve reklam harcamalarının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisine odaklanmıştır (Chauvin ve Hirschey 1993; Andras ve Srinivasan, 2003; Joshi ve Hanssens, 2010; Ho, vd. 2005; Osinga, vd. 2011). Bu çalışmalarda genel olarak Ar-Ge ve reklam harcamaları ile firma değeri arasındaki pozitif yönlü ilişkiye vurgu yapılmıştır. Fakat Kore firmalarını konu alan bir çalışmada Han ve Manry (2004), Ar-Ge ve reklam harcamalarının hisse senetleri fiyatlarını negatif yönlü etkilediğini belirlemiştir.

Bu çalışmada ise işletmelerin genel olarak yapmış oldukları pazarlama harcamaları ile hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişkiler istatistiksel olarak incelenmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda İMKB Gıda Sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin yapmış oldukları pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki panel regresyon analizi ile incelenmiştir.

Yöntem

Çalışmada ikincil verilere dayalı olarak, İMKB Gıda Sektörü işletmelerinin pazarlama harcamalarının hisse değerine etkisi panel regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışma dönemi 2000.03-2010.12 tarihlerini kapsamaktadır. Üçer aylık verilerden oluşan örneklem seti içerisinde 18 firmaya ait 792 gözlem bulunmaktadır.

Çalışmanın en önemli kısıtı elde edilen bulguların İMKB Gıda Sektörü ve ele alınan örneklem dönemi için geçerli olmasıdır. Bu nedenle sonuçların İMKB'de yer alan diğer sektörler ya da diğer ülke menkul kıymetler borsaları için genelleştirilemeyeceği ifade edilmelidir.

Model

Bir firmanın pazarda oluşan değerinin kamuya açık tüm bilgileri yansıttığı varsayıldığında, pazarlama faaliyetleri ile firma değeri arasındaki ilişki, istatistiksel olarak cari pazarlama harcamaları ve hisse senetlerinin piyasa değeri arasındaki ilişki katsayısının yorumlanması ile açıklanabilir. Bu kapsamda bağımlı değişkeni hisse senedi getirileri olan 6 farklı model geliştirilmiştir. Tüm modellerde hisse senedi getirilerinin piyasa ile olan ilişkisini kontrol edebilmek için İMKB-100 endeksi getirisi bağımsız değişken olarak yer almıştır.

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PD}_{i,t} + e \quad (1)$$

Burada H : Hisse senedi getirilerini, İMKB : İMKB-100 endeksinin çalışma dönemi içinde sağladığı getiriyi ve PD : Örneklem içindeki işletmelerin pazarlama harcamalarındaki değişimini ifade etmektedir.

Coşkun vd. (2010), pazarlama faaliyetleri için yapılan harcamanın belli bir noktaya kadar firma değerine pozitif yönlü etki edebileceğini söz konusu noktadan sonra ise etkinin azalacağını ileri sürmektedirler. Bu nedenle pazarlama harcamalarının etkisinin konkav olup olmadığını görebilmek için pazarlama harcamalarının karesi (PD^2) ilk modele dahil edilerek aşağıdaki model elde edilmiştir. Sonuçlarda negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir katsayının elde edilmesi literatürde ileri sürülen bu ilişkiyi çalışmanın örnekleme açısından doğrulayacaktır.

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PD}_{i,t} + \beta_3 \text{PD}_{i,t}^2 + e \quad (2)$$

Firma değerinin işletmenin gelecekteki satışlarının yarattığı nakit akımlarından türemiş olduğu varsayıldığında, pazarlama harcamalarının satışlar ve firma değeri üzerinde etkili olabileceği ileri sürülebilir. Dolayısıyla pazarlama faaliyetlerinin sonuçları cari dönemde ya da hemen sonraki dönemde değer yaratmayabilir. Örneğin, Graham ve Frankenberger (2000) yaptıkları analizler sonucunda reklam harcamalarının etkisinin 3 yıla kadar sürebileceğini ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle aşağıda ifade edilen 5 gecikmeli (15 ay) model geliştirilmiştir.

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PD}_{i,t} + \beta_3 \text{PD}_{i,t-1} + \beta_4 \text{PD}_{i,t-2} + \beta_5 \text{PD}_{i,t-3} + \beta_6 \text{PD}_{i,t-4} + \beta_7 \text{PD}_{i,t-5} + e \quad (3)$$

Örneklem içindeki firmaların büyüklük farklılıklarının sonuçları etkileyebileceği varsayımı ile yukarıdaki üç modelden farklı olarak pazarlama harcamalarındaki değişimin yerine pazarlama yoğunluğunun yer aldığı aşağıdaki üç model geliştirilmiştir.

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PS}_{i,t} + e \quad (4)$$

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PS}_{i,t} + \beta_3 \text{PS}_{i,t}^2 + e \quad (5)$$

$$H = \beta_0 + \beta_1 \text{İMKB}_{i,t} + \beta_2 \text{PS}_{i,t} + \beta_3 \text{PS}_{i,t-1} + \beta_4 \text{PS}_{i,t-2} + \beta_5 \text{PS}_{i,t-3} + \beta_6 \text{PS}_{i,t-4} + \beta_7 \text{PS}_{i,t-5} + e \quad (6)$$

Yukarıdaki her üç modelde de yer alan pazarlama yoğunluğu (PS) değişkeni, her bir işletmenin pazarlama harcamalarının geçerli dönemdeki satışlara oranlanması ile elde edilmiştir.

Veri

Çalışma dönemi 2000.03-2010.12 tarihleri arasında kapsamaktadır. Analizlerde kullanılan tüm veriler üçer aylıktır. Araştırmanın örneklemini İMKB Gıda Sektöründe faaliyet gösteren firmalardır. Çalışma dönemi içerisinde faaliyette olan, kesintisiz ve güvenilir verileri bulunan 18 firma çalışmaya konu olmuştur.

Modellerde bağımsız değişken olarak yer alan işletmelerin pazarlama satış ve dağıtım giderleri ile satış rakamları İMKB internet sitesinde yayınlanan 3'er aylık gelir tablolarından elde edilmiştir. İşletmelere ait hisse senedi getiri verileri ise aylık olarak İMKB internet sitesinden temin edilmiştir. Aylık bileşik getiriler basit ortalamaları alınarak 3'er aylık getirilere

dönüştürülmüş ve ardından değişim değerleri hesaplanmıştır. Araştırma modellerinde kontrol değişkeni olarak yer alan İMKB-100 endeksi getiri verisi ise 3 aylık değişim oranı şeklinde TCMB veri bankasından elde edilmiştir.

Bulgular

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve değişkenler arası korelasyon ilişkileri EK-1 ve EK-2'de sunulmuştur. EK-3'de ise değişkenler için yapılan durağanlık sınaması sonuçları verilmiştir. Farklı durağanlık testleri kullanılarak yapılan durağanlık sınaması sonuçları modellerde yer alacak değişkenlerin durağan olduğunu göstermiştir.

Pazarlama harcamalarının hisse senedi getirilerine etkisini incelemeye yönelik kurulan modellere ilişkin panel regresyon sonuçları Tablo 1 ve Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Panel Regresyon Sonuçları- Pazarlama Giderlerindeki Değişimin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi

	<i>Model 1^a</i>	<i>Model 2^b</i>	<i>Model 3^c</i>
β_0	-0.010 (-1.18)	-0.010 (-1.277)	-0.001 (-0.158)
<i>İMKB</i>	0.892 (16.72)***	0.896 (16.825)***	0.864 (15.955)***
<i>PD_t</i>	0.033 (2.94)***	0.058 (3.360)***	0.025 (2.258)**
<i>PD²</i>	-	-0.007 (-1.926)**	-
<i>PD_{t-1}</i>	-	-	-0.018 (-1.659)*
<i>PD_{t-2}</i>	-	-	-0.024 (-2.146)**
<i>PD_{t-3}</i>	-	-	0.004 (0.370)
<i>PD_{t-4}</i>	-	-	-0.001 (-0.071)
<i>PD_{t-5}</i>	-	-	-0.016 (-1.346)
<i>F Testi</i>	144.49***	97.905***	37.917***
<i>R²</i>	0.273	0.276	0.285
<i>Adj-R²</i>	0.272	0.274	0.278
<i>N</i>	771	771	672

Not: Parantez içi değerler t değerlerini; ***,** ve * sırasıyla istatistiksel olarak %1, %5 ve %10 düzeyindeki anlamlılığı ifade etmektedir.

^a F testi yapılmış ($F_{(17,751)}=1.09$, Prob > F = 0.3586) ve havuzlanmış OLS yapılmasına karar verilmiştir.

^b Hausman testi yapılmış ($\text{Chi}2_{(3)}=5.58$, Prob > Chi2 = 0.1337) ve rassal etkiler yapılmasına karar verilmiştir.

^c Hausman testi yapılmış ($\text{Chi}2_{(7)}=3.96$, Prob > Chi2 = 0.7848) ve rassal etkiler yapılmasına karar verilmiştir.

Tablo 1'de yer alan sonuçlara göre, modellerde kontrol değişkeni olarak yer alan İMKB getiri değişkeni tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bununla birlikte Wooldridge otokorelasyon testi sonucu ($F_{(1,17)}=22.88$, $Prob>0.00$) Model 1'de yer alan değişkenler için birinci sıra otokorelasyon problemi olduğuna işaret etmektedir. Ancak Model 2'de ve Model 3'te Pazarlama harcamalarının hisse senedi getirilerine etkisini gösteren katsayılar (PD) tüm modellerde pozitif yönlüdür ve bu kat-

sayılar t testine göre ilk iki modelde %1 düzeyinde, üçüncü modelde ise %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. İkinci modelde pazarlama harcamalarının karesi için hesaplanan katsayı beklentilere uygun olarak negatif yönlü ve t testine göre %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Üçüncü modelde ise pazarlama harcamalarının birinci ve ikinci dönem gecikmelerinin hisse senedi getirilerine etkisini gösteren katsayılar negatif yönlü ve t testine göre istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 2. Panel Regresyon Sonuçları-Pazarlama Harcamaları Yoğunluğunun Hisse Senedi Getirilerine Etkisi

	<i>Model 4^a</i>	<i>Model 5^b</i>	<i>Model 6^c</i>
β_0	0.015 (1.22)	0.007 (0.448)	0.017 (1.319)
<i>İMKB</i>	0.896 (16.79)***	0.896 (16.84)***	0.880 (15.902)***
PS_t	-0.164 (-2.14)**	-0.061 (-0.311)	-0.138 (-0.964)
PS^2	-	-0.208 (-0.573)	-
PS_{t-1}	-	-	-0.393 (-2.449)**
PS_{t-2}	-	-	0.493 (3.187)***
PS_{t-3}	-	-	-0.202 (-1.314)
PS_{t-4}	-	-	-0.089 (-0.567)
PS_{t-5}	-	-	0.176 (1.239)
<i>F Testi</i>	(141.29)***	(94.233)***	(37.788)***
R^2	0.268	0.268	0.275
<i>Adj-R²</i>	0.266	0.265	0.268
<i>N</i>	774	774	702

Not: Parantez içi değerler t değerlerini; ***,** ve * sırasıyla istatistiksel olarak %1, %5 ve %10 düzeyindeki anlamlılığı ifade etmektedir.

^a F testi yapılmış ($F_{(17,754)}=1.29$, $Prob > F = 0.1908$) ve havuzlanmış OLS yapılmasına karar verilmiştir.

^b Hausman testi yapılmış ($Chi2_{(3)}=6.57$, $Prob > Chi2 = 0.0869$) ve rassal etkiler yapılmasına karar verilmiştir.

^c Hausman testi yapılmış ($Chi2_{(7)}=6.97$, $Prob > Chi2 = 0.4316$) ve rassal etkiler yapılmasına karar verilmiştir.

Tablo 2'de yer alan sonuçlara göre, modellerde kontrol değişkeni olarak yer alan İMKB getiri değişkeni tüm modellerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak Wooldridge otokorelasyon testi sonucu ($F_{(1,17)}=26.92$, $Prob>0.00$) Model 3'te yer alan değişkenler için birinci sıra otokorelasyon problemi olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan Model 4'de pazarlama yoğunluğunun hisse senedi getirilerine etkisini gösteren katsayının negatif yönlü ve t testine göre %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Altıncı modelde ise bir dönem gecikmeli pazarlama yoğunluğunun hisse senedi getirilerine etkisini

gösteren katsayı negatif yönlü ve t testine göre %5 düzeyinde, iki dönem gecikmeli katsayı ise pozitif yönlü ve t testine göre %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Sonuç

Bu çalışmada İMKB Gıda Sektörü işletmelerinin yapmış oldukları pazarlama harcamalarının hisse senetleri üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Panel veri analiz sonuçları İMKB Gıda Sektörü işletmelerinin yapmış olduğu cari dönemdeki pazarlama harcamalarının hisse senedi getirilerini pozitif yönde etki-

lediğini göstermiştir. Bunun yanında literatürde ileri sürülen sava uygun olarak, pazarlama harcamalarının belli bir noktaya kadar hisse senedi getirilerini artırdığı ve o noktadan sonra ilave pazarlama harcamalarının hisse senedi getirilerini negatif yönde etkilediği görülmüştür. Pazarlama harcamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki gecikmeli etkisinin incelendiği model sonuçlarında da, pazarlama harcamalarının bir ve iki dönem gecikmeli etkisinin negatif olduğu görülmüştür. Bu nedenle pazarlama harcamalarının bir veya iki dönem sonra hisse senedi getirilerini azalttığı örneklem içerisindeki firmalar açısından ileri sürülebilir. Pazarlama harcamaları yoğunluğunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelendiği modellerde, pazarlama harcamaları yoğunluğu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin negatif yönlü fakat istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Pazarlama harcamaları yoğunluğunun hisse senedi getirileri üzerindeki gecikmeli etkisinin incelendiği model sonucunda ise pazarlama harcamaları yoğunluğunun bir dönem gecikmeli etkisinin negatif, iki dönem gecikmeli etkisinin ise pozitif olduğu tespit edilmiştir. Bu doğrultuda pazarlama yoğunluğunun bir dönem sonra hisse senedi getirilerini azalttığı ancak iki dönem sonra hisse senedi getirilerini artırdığı ifade edilebilir.

Sonuç olarak ifade dilmelidir ki, İMKB Gıda Sektörü işletmeleri pazarlama harcamaları ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü fakat konkav bir ilişki söz konusudur. Buna göre genel kabul görmüş muhasebe prensiplerinin aksine ele alınan örneklem dahilindeki işletmeler için pazarlama harcamaları maliyet unsuru olmaktan öte değer yaratan giderlerdir. Bununla birlikte farklı sektörler ve farklı değişkenler kullanılarak yapılacak sonraki çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilebileceği belirtilmelidir. Özellikle pazarlama faaliyetleri içerisinde yer alan alt kalemler ile hisse senedi getirilerini ilişkilendiren modeller geliştirilebilir.

Kaynakça

- Aaker, D. and R. Jacobson (1994).** "The Financial Information Content of Perceived Quality", *Journal of Marketing Research*, May, pp.191-201.
- Andras, T. L. and S. S. Srinivasan (2003).** "Advertising Intensity and R&D Intensity: Differences across Industries and Their Impact on Firm's Performance", *International Journal of Business and Economics*, Vol. 2, No. 2, pp.81-90.
- Barth, M. E., M. Clement, G. Foster, and R. Kasznik (1998).** "Brand Values and Capital Market Valuation", *Review of Accounting Studies*, 3, pp.41-68.
- Chauvin K. W. and M. Hirschey (1993).** "Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm" *Financial Management*, 22 (4), pp.128-140.
- Cook, V. J. (2003).** "Marketing's Impact on Firm Value: The Value-Sales Differential", *Marketing Science Institute Working Paper*, No.03-109.
- Coşkun, E., D. Kök ve A. Yücel (2010).** "Pazarlama Faaliyetlerinin Firma Değerine Kısa ve Uzun Dönem Etkilerinin İncelenmesi", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt:47, Sayı:540, ss. 67-76.
- Day, G. and L. Fahey (1988).** "Valuing Market Strategies", *Journal of Marketing*, 52 (July), pp.45-57.
- Demir, Ö. (2005).** "Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değerlerine Olan Etkisi", *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*, ss.77-82.
- Doyle, P. (2000).** "Valuing Marketing's Contribution", *European Management Journal*, Vol.18, No.3, pp. 233-245.
- Fama, E. F. (1970).** "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25(2), May, pp. 383-417.
- Frieder, L. and A. Subrahmanyam (2005).** "Brand perceptions and the market for common stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, pp. 57-85.
- Graham R. C. And K. D. Frankenberger (2000).** "The Contribution of Changes in Advertising Expenditures to Earnings and Market Values", *Journal of Business Research*, 50, pp. 149-155.
- Han, B. H., and D. Manry (2004).** "The value-relevance of R&D and advertising expenditures: Evidence from Korea" *International Journal of Accounting*, 39(2), pp. 155-174.
- Ho, Y. K., H.T. Keh, and J. M. Ong (2005).** "The Effects of R&D and Advertising on Firm Value: An Examination of Manufacturing and Nonmanufacturing Firms", *IEEE Transactions On Engineering Management*, Vol. 52, No. 1, pp. 3-14.

- Ittner, C. D. and D. F. Larcker (1998)**. “Are NonFinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction”, *Journal of Accounting Research*, 36 (Supplement), pp.1–35.
- Joshi, A. and D.M. Hanssens (2010)**. “The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value”, *Journal of Marketing*, Vol.74, January, pp. 20–33.
- Krasnikov, A. and S. Jayachandran (2008)**. “The Relative Impact of Marketing, Research-and-Development, and Operations Capabilities on Firm Performance”, *Journal of Marketing* Vol.72, (July), pp. 1–11.
- Külter, B. ve K. Demirgüneş (2006)**. “Değer Temelli Pazarlama-Finansal Boyut ve Müşteri Boyutu”, *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:20 Sayı:2 ss. 327-342.
- Osinga, E. C., P.S.H. Leeflang, S. Srinivasan and J. E. Wieringa (2011)**. “Why Do Firms Invest in Consumer Advertising with Limited Sales Response? A Shareholder Perspective” *Journal of Marketing*, Vol. 75, January, pp. 109–124.
- Peterson R. A. and J. Jeong (2010)**. “Exploring the impact of advertising and R&D expenditures on corporate brand value and firm-level financial performance”, *J. of the Acad. Mark. Sci.* 38, pp. 677–690.
- Srinivasan, S. and D.H. Hanssens, (2009)**. “Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions” *Journal of Marketing Research*, Vol: 46, No. 3, pp. 293-312.
- Wang F., X. P. (Steven) Zhang and M. Ouyang (2009)**. “Does advertising create sustained firm value? The capitalization of brand intangible”, *J. of the Acad. Mark. Sci.* 37, pp.130–143.

EK-1. Tanımlayıcı İstatistikler

	H	İMKB	PD	PS
Ortalama	0.030885	0.032564	0.183890	0.117716
Medyan	0.023537	0.065362	0.066222	0.086911
Max.	1.282151	0.324663	8.058990	0.790707
Min.	-1.161713	-0.373754	-0.963138	0.001755
Standart Sapma	0.260897	0.149413	0.716107	0.103289
N	792	774	772	792

EK-2. Değişkenlerarası Korelasyon İlişkisi

	H	İMKB	PD	PS
H	1.000000	0.514999	0.094927	-0.026479
İMKB	0.514999	1.000000	0.008696	0.064983
PD	0.094927	0.008696	1.000000	-0.022347
PS	-0.026479	0.064983	-0.022347	1.000000

EK-3. Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Levin, Lin & Chu t	Im, Pesaran and Shin W-stat	ADF - Fisher Chi-square	PP - Fisher Chi-square
H	-16.3812***	-17.0243***	322.886***	456.665***
İMKB	-15.4983***	-12.5587***	221.293***	290.003***
PD	-18.1941***	-19.4794***	379.806***	623.126***
PS	-1.61340**	-3.52725***	93.5204***	138.024***

***%1 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *ise %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.