



FİNANSAL ORANLAR İLE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST'TE BİR UYGULAMA

Ahmet KURTARAN¹ Ayten TURAN KURTARAN²
Melike KURTARAN ÇELİK³ Zekiye TEMİZER⁴

ÖZET

Firmaların en önemli amaçlarından biri firma değerini en üst düzeye çıkarmaktır. Firma değeri; firmanın cari durumu, finansal pozisyonu, karlılığı, faaliyetleri gibi birçok faktör tarafından etkilenmektedir.

Bu çalışmada, finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Çalışma, 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve verilerine düzenli olarak ulaşılabilen 45 firmayı kapsamaktadır. Çalışmada firma değeri bağımlı değişken; cari oran, asit-test oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, borç-özsermaye oranı ve faiz karşılama oranı bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Analiz ile birlikte, asit-test oranı ve aktif karlılığı ile firma değeri arasında anlamlı-pozitif bir ilişki, cari oran ile firma değeri arasında ise anlamlı-negatif bir ilişki bulunmuştur. Diğer oranlar ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Oranlar, Firma Değeri, Çoklu Regresyon Analizi.

Jel Codes: G00, G30, G32.

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL RATIO AND FIRM VALUE: AN APPLICATION IN BIST

ABSTRACT

One of the main objectives of the firms is to maximize firm value. Firm value has been affected by many factors as current condition, financial position, profitability and activities.

In this research, it was examined whether there is a relationship between financial ratios used in financial analysis and firm value. This research includes 45 firms that constantly has listed in BIST-100 index between the years 2008 and 2012 and orderly can be accessed their data. While the dependent variable is firm value in this study; independent variables are current ratio, acid-test ratio, inventory turnover, accounts receivables turnover, equity turnover, operating profit margin, net profit margin, return on assets, return on equity, debt to equity ratio and interest coverage ratio. The relationship between variables was examined by Multiple Regression Analysis. With analysis, it has been concluded that there is a significant-positive relationship between acid-test ratio, return on assets and firm value and a significant-negative relationship between current ratio and firm value. It has not found a significant relationship between other ratios used in financial analysis and firm value.

Key Words: Financial Ratios, Firm Value, Multiple Regression Analysis.

Jel Codes: G00, G30, G32.

¹ Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF, kurtaran@ktu.edu.tr

² Yrd. Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi SBF, ayturan@ktu.edu.tr

³ Öğr. Gör. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi TOMYO, melike@ktu.edu.tr

⁴ Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi SBE, zekiyetemizer@ktu.edu.tr



1. GİRİŞ

Firmalar faaliyetlerini sürdürürken birtakım amaçlara ulaşmayı hedefler. Genel olarak bir firmanın amacının; varlığını sürdürmek, mal ve hizmet üretmek, istihdam sağlamak, satışlarını ve pazar payını artırmak, rakiplerine karşı üstünlük sağlamak, maliyetlerini en aza indirmek ve karlarını en yüksek seviyeye çıkarmak olduğu söylenebilir.

Bu amaçlar arasında öncelikli sırada yer alanı, kar maksimizasyonu amacıdır. Ancak maksimize edilmeye çalışılan kar ile ne kastedildiğinin tam olarak anlaşılabilmesi (muhasabe kari, ekonomik kar vb.), kar maksimizasyonunun paranın zaman değerini dikkate almaması ve farklı projeler arasında oluşan risk farkını ihmal etmesi; bu amaca yönelik eleştirilere neden olmuştur.

Kar maksimizasyonuna getirilen eleştiriler ve küreselleşmeye bağlı olarak ortaya çıkan değere dayalı yönetim; firma amacının tanımının da değişmesine neden olmuştur. Değere dayalı yönetim, değer yaratmayı amaçlayan, teşvik eden ve değeri ölçen bir yönetim sistemi olup 1980'li yıllardan başlayıp 1990'lı yılların sonuna kadar geçen süreçte, firma başarısına bakış açısı değişmiş, firmanın felsefesinin merkezine hissedarlara değer yaratmayı koyan; hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre firmanın stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performans izlemesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır (Ercan ve Ban, 2005: 333). Dolayısı ile günümüzde artık firmaların esas amacı; kar maksimizasyonu değil, firma değeri maksimizasyonu olmuştur.

Firma değeri; firmaların kuruluşundan başlayarak şekillenen, üretilen malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olunması, firma içi ve dışı ilişkilerin olumlu olması, ekonominin durumu ve endüstrinin genel seyri gibi unsurlardan etkilenerek ortaya çıkan bir kavramdır (Düzer, 2008: 26). Dolayısıyla; firmaların bu süreçte alacağı kararlar firma değeri üzerinde etkili olacaktır. Bu kararlar; firmanın cari durumu, finansal pozisyonu, karlılığı, finansal yapısı ile ilgili olabilir. Firma değerini etkileyen bu faktörlere ise finansal analiz yapılarak ulaşılabilir.

Finansal analiz, gelecekteki nakit akımlarının riskini, zamanını ve büyüklüğünü belirlemek için muhasabe ilkelerine uygun olarak hazırlanan finansal tabloların analizini kapsar (Pinches, 1990: 46). Başka bir ifade ile finansal analiz, firmaların finansal tablolarındaki verilerine dayanılarak yapılır. Bu anlamda finansal analiz; bir firmanın finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini saptamak ve firma ile ilgili geleceğe dönük tahminde bulunabilmek için, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi sürecidir (Tutar, 2007: 12). Finansal analiz yapabilmek için bazı tekniklerden yararlanır. Bu tekniklerden biri de "Oran Analizi"dir. Bu analiz yolu ile; firmaların likidite, finansal, faaliyet, karlılık ve borsadaki durumu ile ilgili bilgi sahibi olunabilir. Dolayısıyla, finansal analizde kullanılan oranların firma değeri üzerinde yaratacağı etki incelenmeye değer bulunmuştur.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde firma değeri ile farklı değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik çeşitli çalışmaların yapıldığı görülür. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda yer almaktadır.

Modigliani ve Miller (1958) tarafından yapılan çalışmada; firmaların sermaye yapısının firma değerleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, sermaye yapısının firma değerini etkilemediği ve ortalama sermaye maliyetinin kaldıraç derecesinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Masulis (1983) tarafından yapılan çalışmada, borç seviyesindeki değişimin firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 133 firmanın 1963-1978 dönemlerine ait finansal verilerini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki regresyon yöntemi kullanılarak ölçülmüştür. Analiz sonucunda, hisse senetleri fiyatlarındaki ve firma değerindeki değişimle kaldıraç seviyesindeki değişim arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, dolaşımda olmayan imtiyazlı hisse senetleri fiyatlarının firma değerini negatif yönde etkilediği ve borçta meydana gelecek 1 dolarlık değişimin firma değerini 0,23-0,45 aralığında değiştireceği sonucuna ulaşılmıştır.

Omran ve Ragab (2004) tarafından yapılan çalışmada, hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasında doğrusal bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Yapılan çalışma, 46 firmanın 1996-2000 yıllarına ait finansal verilerini kapsamaktadır. Çalışmada, bağımlı değişken olarak hisse senedi getirileri; bağımsız değişkenler olarak çeşitli finansal oranlar kullanılmıştır. Bu oranlar; net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, hisse başına kar, varlık devir hızı, stok devir hızı, cari oran, likidite oranı, borç oranı ve faiz karşılama oranıdır.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (35-45)

Volume: 4 Issue: 8 (35-45)

Değişkenler arasındaki ilişki regresyon analizi ile incelenmiş ve analiz sonucunda hisse senedi getirileri ile finansal oranlar arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı sonucuna varılmıştır.

Düzer (2008) tarafından yapılan çalışmada; finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma; İMKB 100'de yer alan 58 firmanın 2001-2006 yılları arasındaki finansal verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak; firmaların piyasa değerleri kullanılırken, bağımsız değişkenler olarak ise; cari oran, asit-test oranı, nakit oran, toplam borç oranı, özsermaye oranı, borç-özsermaye oranı, uzun vadeli borç/toplam borç oranı, kısa vadeli borç/toplam borç oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, aktif devir hızı, özsermaye devir hızı, döner sermaye devir hızı, brüt kar marjı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve hisse başına kar oranı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda; firma değeri ile cari oran, nakit oran, özsermaye oranı, borç-özsermaye oranı, uzun vadeli borç/toplam borç oranı, döner sermaye devir hızı, özsermaye karlılığı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve hisse başına kar oranları arasında anlamlı pozitif bir ilişki; firma değeri ile asit-test oranı, toplam borç oranı, kısa vadeli borç/toplam borç oranı, stok devir hızı, özsermaye devir hızı ve faaliyet kar marjı arasında anlamlı negatif bir ilişki ve alacak devir hızı, aktif devir hızı, brüt kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişkinin ise anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

Chowdhury ve Chowdhury (2010) tarafından yapılan çalışmada, sermaye yapısının hisse senedi değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma, Bangladesh'deki en güçlü 4 sektör (mühendislik, yiyecek/içecek, yakıt/enerji ve kimyasal/ilaç) içerisinde yer alan 77 firmanın, 1994-2003 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak; firma değeri (hisse senedi fiyatı) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler; hisse başına kazanç oranı, temettü verim oranı, duran varlık devir hızı, cari oran, satışlardaki büyüme oranı, faaliyet kaldıracı, uzun vadeli borç/toplam aktif oranıdır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, firmaların sermaye yapısını temsil etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki yatay kesit regresyon analizi ile ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda; hisse başına kazanç, temettü verimi, cari oran ve uzun vadeli borç/toplam aktiflerin firma değeri üzerinde anlamlı-pozitif etkisinin olduğu; duran varlık devir hızı, faaliyet kaldıracı, satışlardaki büyüme oranının firma değeri üzerindeki etkisinin ise negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lin ve Chang (2011) tarafından yapılan çalışmada, kaldıracın firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma, 196 Tayvan firmasının 1993-2005 yılları arasındaki finansal verilerini kapsamaktadır. Çalışmanın bağımlı değişkeni Tobin Q oranı, eşik değişkeni ise borç oranıdır. Bununla birlikte, çalışmada kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Bunlar; büyüklük, büyüme, yaş ve risktir. Büyüklük olarak toplam varlıkların doğal logaritması, büyüme olarak satışlardaki değişim, yaş ve risk değişkeni olarak da PD/DD oranı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki panel eşik regresyon analizi ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucunda; borç oranı %9.86'dan daha az olduğunda, Tobin Q yani firma değerinin % 0.0546 oranında artacağı, borç oranı %9.86 ile %33.33 arasında olduğunda Tobin Q oranının %0.0057 oranında artacağı, borç oranının %33.33'den daha büyük olduğunda borç oranı ile firma değeri arasında bir ilişki olmayacağı ve borç oranının %33.33' den daha az olduğu durumda ise firma değerindeki artışın duracağı sonucuna ulaşılmıştır.

Savsar tarafından yapılan çalışmada (2012); firmaların piyasa değerleri ile finansal oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada; İMKB-100 endeksine dahil, Gıda-İçki-Tütün sektörü, Metal Ana Sanayi ve Enerji sektöründeki 36 firmanın 2002-2009 yıllarındaki finansal verileri kullanılmıştır. Çalışmadaki bağımlı değişken olarak firma değeri kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; cari oran, asit-test oranı, nakit oran, borç oranı, kısa vadeli yabancı kaynak/toplam aktif oranı, uzun vadeli yabancı kaynak/toplam aktif oranı, finansman oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, aktif devir hızı, satışlar üzerindeki kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/ defter değeri oranı ve hisse başına kardır. Değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda; firma değeri ile alacak devir hızı arasında anlamlı pozitif bir ilişki, stok devir hızı ve özsermaye verim oranı ile anlamlı negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile; bu çalışma sonucunda firma değeri ile sadece faaliyet oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Sharma (2012) tarafından yapılan çalışmada, finansal kaldıracın firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 12 adet ilaç firmasının 2005-2011 dönemlerine ait verilerini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki Karl Pearson Test'i kullanılarak ölçülmüştür. Analiz sonucunda, finansal kaldıracın firma değerini etkilemediği, yüksek ve düşük kaldıracıya sahip ilaç firmaları ile bu firmaların sermaye maliyetleri arasında pozitif korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (35-45)

Volume: 4 Issue: 8 (35-45)

Küçükkaplan 2013 yılındaki çalışmasında; piyasa değeri ile içsel değişkenler (finansal oranlar) arasında ilişki olup olmadığını incelemiştir. Ayrıca içsel unsurların firmaların piyasa değerini sektörler itibarıyla nasıl etkilediği de araştırmanın konusuna dahil edilmiştir. Çalışma 2000-2010 yılları için 111 üretim firmasının finansal oranlarını ve piyasa değerlerini kapsamaktadır. Analiz için bağımlı değişken olarak PD/DD oranı kullanılırken; bağımsız değişkenler olarak ise; cari oran, likidite oranı, nakit oran, stok devir hızı, alacak devir hızı, kısa vadeli borçlar/toplam aktif, uzun vadeli borçlar/toplam aktif, toplam borç/toplam aktif, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda; seçilen finansal oranların firma değerinin yaklaşık %23'ünü açıkladığı ve bununla birlikte toplam borçlanma oranı ile özsermaye karlılığının firma değerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada alt sektör bazında yapılan incelemede; dokuma ve tekstil alt sektöründe, firma değeri ile kar marjı arasında anlamlı-pozitif; gıda alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı, özsermaye getirisi ve likidite oranları arasında negatif; kimya alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı arasında pozitif; metal eşya alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı ve likidite oranları arasında negatif; taş toprağa dayalı alt sektörde; firma değeri ile alacak devir hızı arasında anlamlı-negatif, firma değeri ile toplam borçlanma oranı arasında ise anlamlı-pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Manjunatha (2013) tarafından yapılan çalışmada, temettü ödemelerinin ve borç-özsermaye oranının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 29 firmanın 2000-2009 yıllarına ait verilerini kapsamaktadır. Çalışmadaki bağımlı değişken, özsermaye karlılığıdır. Bağımsız değişkenler ise; temettü ödeme oranı ve borç-özsermaye oranıdır. Özsermaye karlılığı, firma değerini temsil etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda; borç-özsermaye ve temettü ödeme oranının firma değeri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Pouraghajan ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada, finansal oranların firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 140 firmanın 2006-2010 yıllarına ait finansal verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak, hisse başına kazanç oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; karlılık oranları, likidite oranları, aktivite oranları, kaldıraç oranları, PD/DD oranı, faaliyet nakit akışları ve firma büyüklüğüdür. Firma büyüklüğü, firmaların toplam varlıklarının doğal logaritması alınarak modele dahil edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki, regresyon analizi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda; net kar marjı, özsermaye karlılığı, cari oran, borç oranı, varlık devir hızı, PD/DD oranı ve firma büyüklüğünün firma değeri üzerinde önemli-pozitif bir etkisi olduğu, faaliyet nakit akışları ile firma değeri arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada, finansal analiz oranları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma, 2004-2010 yılları arasında BIST-100'de yer alan 56 üretim firmasının firma değerlerini ve çeşitli finansal oranlarını kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak firma değeri; bağımsız değişkenler olarak ise; cari oran, nakit oran, stok devir hızı, özsermaye oranı, net kar marjı ve hisse başına kar oranı kullanılmıştır. Finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla panel veri analizinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda; firma değeri ile finansal yapı, faaliyet, karlılık ve borsa performans oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış; likidite oranlarından olan cari oran ve nakit oranının ise firma değeri üzerinde anlamlı etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Vemala ve Nguyen (2013) tarafından yapılan çalışmada, firmaların mülkiyet yapısının, temsil maliyetlerinin ve likiditelerinin firma değeri üzerindeki ortak etkisi incelenmiştir. Çalışma 2005-2007 yılları arasında bulunan ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 136 Hindistan firmasının finansal v O Merilerini kapsamaktadır. Çalışmada, firma değerini temsil etmesi için Tobin Q oranı kullanılmıştır. Çalışmadaki bağımsız değişkenler ise, firmaların mülkiyet yapısı, likiditesi ve temsil maliyetleridir. Mülkiyet yapısı olarak, en büyük hissedar tarafından sahip olunan hisse senetlerinin yüzdesi; temsil maliyeti olarak etkinlik oranı ve likidite değişkeni olarak ise hisse devir hızı oranı kullanılmıştır. Analizde yöntem olarak, kısmi en küçük kareler regresyonu kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda; firmaların mülkiyet yapısının, likiditesinin ve temsil maliyetlerinin firma değeri üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Asiri ve Hameed (2014) tarafından yapılan çalışmada, firma değeri ile finansal oranlar arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma, 1995-2013 yılları arasında Bahreyn Borsası'nda yer alan 44 yerel firmayı kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak, piyasa değeri/defter değeri oranı; bağımsız değişkenler olarak, toplam borç oranı, varlık devir hızı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, finansal kaldıraç oranı, cari oran, faiz kazanç oranı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Bununla birlikte, beta (piyasa riski) ve firma büyüklüğü de bağımsız değişken olarak analize dahil edilmiştir. Firma büyüklüğü; toplam varlıklar ve Tobin Q ile ölçülmüştür. Değişkenler arasındaki ilişki, çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda;



aktif karlılığının, finansal kaldıraçın ve beta katsayısının, firma değeri üzerindeki etkisinin olumlu olduğu ve beta katsayısının küçük firmalar için öneminin fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3. VERİ ve DEĞİŞKENLER

3.1. Çalışmada Kullanılan Veriler

Çalışma; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde yer alan ve aynı zamanda verilerine tam olarak ulaşılabilen 45 firmayı kapsamaktadır. Firmaların piyasa değerleri ve finansal oranları KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve Borsa İstanbul'dan elde edilen veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Çalışmada; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde yer alan bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Bununla birlikte üç firmanın verilerine tam olarak ulaşılamadığı için, analize dahil edilen firma sayısı 45'e düşmüştür.

3.2. Değişkenler

Çalışmada bağımlı değişken olarak, firmaların piyasa değerleri kullanılmıştır. Firmaların piyasa değerleri; ilgili hissenin piyasada oluşan değeri ile toplam hisse senedi sayısı çarpımı sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte; firmaların finansal oranları ile firma değerleri arasında uyum sağlanması amacıyla; firmaların piyasa değerlerinin doğal logaritması alınmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler şunlardır;

- ✓ **Likidite Oranları:** Cari Oran, Asit-test Oranı
- ✓ **Faaliyet Oranları:** Stok Devir Hızı, Alacak Devir Hızı, Özsermaye Devir Hızı
- ✓ **Karlılık Oranları:** Faaliyet Kar Marjı, Net Kar Marjı, Aktif Karlılığı, Özsermaye Karlılığı
- ✓ **Finansal Yapı Oranları:** Borç-Özsermaye Oranı, Faiz Karşılama Oranı

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ve değişkenlerin analizdeki hesaplanış şekilleri Tablo 1'de gösterilmiştir;

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Oranlar ve Hesaplanış Şekilleri

Oran Sınıfı	Finansal Oranlar	Hesaplanış Şekilleri
Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen varlıklar/Kısa vadeli yabancı kaynaklar
	Asit-Test Oranı	(Dönen varlıklar-Stoklar)/Kısa vadeli yabancı kaynaklar
Faaliyet Oranları	Stok Devir Hızı	Satışların maliyeti/Stoklar
	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ticari Alacaklar
	Özsermaye Devir Hızı	Net Satışlar/Özsermaye
Karlılık Oranları	Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet Karı/Net Satışlar
	Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar
	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam aktifler
	Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye
Finansal Yapı Oranları	Borç-Özsermaye Oranı	Toplam Borç/Özsermaye
	Faiz Karşılama Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Finansal giderler

4. YÖNTEM ve HİPOTEZLER

Çalışmada 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan 45 firmanın firma değerleri ile finansal oranları arasındaki ilişki, çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir.

Çoklu regresyon modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir;

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon$$

Yukarıdaki denklemde; x 'ler bağımsız değişkenleri, y bağımlı değişkeni, β 'lar bilinmeyen anakütle parametrelerini, ε ise hata terimini göstermektedir.

Çalışmada kullanılan regresyon modeli ise şöyledir;

$$FD = \beta_0 + \beta_1 CO + \beta_2 ATO + \beta_3 SDH + \beta_4 ADH + \beta_5 ÖSDH + \beta_6 FKM + \beta_7 NKM + \beta_8 AKTK + \beta_9 ÖZSK + \beta_{10} BÖO + \beta_{11} FKO + \varepsilon$$

Yukarıda yer alan modelde; FD firma değerini, β 'lar katsayıları, CO cari oranı, ATO asit-test oranını, SDH stok devir hızını, ADH alacak devir hızını, ÖSDH özsermaye devir hızını, FKM faaliyet kar marjını, NKM net kar marjını, AKTK aktif karlılığını, ÖZSK özsermaye karlılığını, BÖO borç-özsermaye oranını, FKO faiz karşılama oranını ve ε hata terimini temsil etmektedir.

Çalışmada test edilen hipotezler ise şunlardır:

- H₁:** Cari oranın firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₂: Asit-test oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₃: Stok devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₄: Alacak devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₅: Özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₆: Faaliyet kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₇: Net kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₈: Aktif karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₉: Özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₁₀: Borç-özsermaye oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
H₁₁: Faiz karşılama oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

5. BULGULAR

Çoklu regresyon yönteminin kullanılabilmesi için; hataların normal dağılması, tüm değişkenlerin eşit varyansa sahip olması ve modelde otokorelasyon sorununun olmaması gerekir. Bu nedenle; modelin ekonometrik sorunlar taşıyıp taşımadığını test etmek amacıyla; sırasıyla normal dağılım, değişen varyanslılık ve otokorelasyon testleri yapılmıştır. Yapılan testler sonucunda sadece otokorelasyon sorunu ile karşılaşmıştır. Modelde hata teriminin otokorelasyonlu olup olmadığını tespit etmek için Durbin-Watson testi kullanılmıştır.

Durbin-Watson istatistiği 0 ile 4 arasında değerler alır. 2'ye yakın olan değerler otokorelasyonun olmadığı anlamına gelir, sıfıra yakın olan değerler pozitif otokorelasyonu, 4'e yakın olan değerler ise negatif otokorelasyonu ifade eder. Eğer Durbin-Watson istatistiği 2'den çok küçükse, pozitif otokorelasyon vardır (Savsar, 2012: 93).

En küçük kareler (EKK) regresyon analizinde hata terimleri arasında birinci dereceden otokorelasyon (ardışık bağımlılık) sorunu çözmek için kullanılan yöntemlere kuramda "otoregresyon yöntemleri" adı verilmektedir (Albayrak, 2014: 5). Bu nedenle EKK regresyonunda birinci dereceden otokorelasyon sorunu olduğu zaman, Cochrane-Orcutt, Prais-Winsten ve Maksimum Olabilirlik gibi alternatif otoregresyon yöntemleri kullanılmaktadır. Diğer kullanılan yöntemler arasında İki Aşamalı Durbin, Hildreth-Lu, Theil-Negar, Bayes, Doğrusal Olmayan En Küçük Kareler, Yule-Walker ve Yinelemeli Yule-Walker yöntemleri yer almaktadır (Albayrak, 2014: 2). Bu çalışmada, Cochrane-Orcutt yöntemi kullanılmıştır. Basit bir uygulama şekline sahip



olan Cochrane-Orcutt yöntemi; birinci dereceden otoregresif süreci takip eden regresyon denklemi hatalarını tahmin etmede kullanılan bir prosedürdür.

Tablo 2’de çalışmada kullanılan verilere Cochrane-Orcutt yöntemi uygulanmadan önce ve uygulandıktan sonra elde edilen sonuçlar gösterilmiştir.

Tablo 2. Cochrane-Orcutt Yöntemi Uygulanmadan Öncesi ve Sonrasında Elde Edilen Veriler

İstatistik	Önceki Değerler	Sonraki Değerler
R	0,46	0,42
R ²	0,21	0,18
Düzeltilmiş R ²	0,18	0,14
Durbin-Watson	0,738	2,143

Tablo 2’den görüldüğü gibi; Cochrane-Orcutt yöntemi uygulanmadan önceki Durbin-Watson değeri 0,738 iken bu yöntemin uygulanmasıyla birlikte 2,143 olarak bulunmuş ve var olan otokorelasyon problemi ortadan kaldırılmıştır. Bu bilgiler ışığında elde edilen sonuçlar Tablo 3’te gösterilmiştir⁵.

Tablo 3. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri Yöntem: Çoklu Regresyon Analizi Dönem: 2008-2012 Firma Sayısı: 45 Toplam Gözlem Sayısı: 225 Cochrane-Orcutt Yöntemi				
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	t- istatistiği	Olasılık (p) değerleri
Constant	20,920	0,286	73,082	0,000
Cari Oran	-0,548	0,299	-1,828*	0,068
Asit-test Oranı	0,546	0,328	1,663*	0,097
Stok Devir Hızı	0,003	0,003	1,049	0,295
Alacak Devir Hızı	-0,004	0,003	-1,172	0,242
Özsermaye Devir Hızı	0,060	0,041	1,448	0,148
Faaliyet Kar Marjı	0,123	0,334	0,369	0,711
Net Kar Marjı	-0,046	0,149	-0,313	0,754
Aktif Karlılığı	2,631	1,175	2,237**	0,026
Özsermaye Karlılığı	0,143	0,101	1,416	0,158
Faiz Karşılama Oranı	0,006	0,005	1,106	0,269
R-Kare	0,18			
Düzeltilmiş R-Kare	0,14			
Durbin-Watson	2,143			

*0,10 seviyesinde anlamlı

**0,05 seviyesinde anlamlı

Tablo 3’e bakıldığında belirlilik katsayısı olarak ifade edilen R-Kare (R²) değeri, 0,18 bulunmuştur. R² değerinin 0,18 olarak bulunması; model için seçilen bağımlı değişkendeki (firma değeri) değişimin %18’inin

⁵ Çoklu regresyon analizi sonucunda F değeri 5,937, anlamlılık düzeyi 0,000 olarak bulunmuştur. Bu bağlamda, çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, bağımlı değişkeni anlamlı olarak açıklamaktadır.



seçilen bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişimler tarafından açıklandığını gösterir. Geriye kalan %82'lik kısım ise, modele dahil edilmeyen başka değişkenler tarafından açıklanmaktadır.

Modele katkısı az olan veya hiç katkısı olmayan değişkenlerin R^2 'yi etkilemesi sebebiyle hesaplanan ve modelin gerçek açıklama gücünü gösteren düzeltilmiş R-Kare değerinin 0,14 olduğu görülmektedir. Sonuç olarak modele dahil edilen bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişimin sadece %14'ünü açıklayabilmektedir. Bu sonuç, analiz için seçilen bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkendeki değişimi açıklama gücünün zayıf olduğunu göstermektedir.

Yapılan analiz sonucunda Durbin-Watson istatistiğinin 2,143 olarak bulunması, modelde otokorelasyon probleminin olmadığını göstermektedir.

Çalışmada kullanılan likidite oranları; cari oran ve asit-test oranıdır. Tablo 3'e bakıldığında, cari oranın anlamlılık düzeyinin %10 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir ($0,068 < 0,10$). Bu anlamda, cari oran ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistikî olarak anlamlı olduğu söylenir. İlişkinin yönü ise negatiftir. Dolayısı ile, cari oranda meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,068 birim azaltacaktır, cari oranda meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,068 birim artıracaktır. Likidite oranlarından bir diğeri olan, asit-test oranı ile firma değeri arasındaki ilişki ise; istatistikî olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu anlamda, oranda meydana gelecek olumlu gelişmeler, firma değerini de olumlu yönde etkileyecektir.

Faaliyet oranlarından; stok devir hızı, alacak devir hızı ve özsermaye devir hızına ait sonuçlar istatistikî olarak anlamsız bulunmuştur. Sonuçların istatistikî olarak anlamsız bulunması, bu oranlarda meydana gelecek bir değişimin firmaların piyasa değerleri üzerinde bir etkiye neden olmayacağını göstermektedir.

Tablo 3'te, karlılık oranlarından; faaliyet kar marjı, net kar marjı ve özsermaye karlılığının olasılık değerlerinin %10 anlamlılık düzeyinden büyük olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuca bakılarak; faaliyet kar marjı, net kar marjı ve özsermaye karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistikî olarak anlamsız olduğu söylenebilir. Diğer oranların aksine, aktif karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişki istatistikî olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. ($0,026 < 0,05$). İlişkinin yönü ise pozitifdir. Bu anlamda, aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik bir artış, piyasa değerini 2,631 düzeyinde artıracakken, aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik azalış, firma değerini 2,631 düzeyinde azaltacaktır. Bu sonuç, aktif karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

Analiz için seçilen finansal yapı oranları; borç-özsermaye oranı ve faiz karşılama oranıdır. Ancak; model tarafından borç-özsermaye oranı analizden çıkarılmıştır. Dolayısı ile, burada sadece faiz karşılama oranı ile ilgili bulgular yorumlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda, faiz karşılama oranı ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistikî olarak anlamsız olduğu, oranda meydana gelecek değişimlerin firma değeri üzerinde bir etkiye neden olmayacağı sonucuna varılmıştır. Tablo 4'te firma değeri ile seçilen oranlar arasındaki ilişki ve Tablo 5'te hipotezlerin sonuçları özet olarak sunulmuştur.

Tablo 4. Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi

Oranlar	Firma Değeri İle İlişkisi	İlişkinin Yönü
Cari Oran	Anlamlı	Negatif
Asit-Test Oranı	Anlamlı	Pozitif
Stok Devir Hızı	Anlamsız	-
Alacak Devir Hızı	Anlamsız	-
Özsermaye Devir Hızı	Anlamsız	-
Faaliyet Kar Marjı	Anlamsız	-
Net Kar Marjı	Anlamsız	-
Aktif Karlılığı	Anlamlı	Pozitif
Özsermaye Karlılığı	Anlamsız	-
Faiz Karşılama Oranı	Anlamsız	-

**Tablo 5. Hipotezlerin Sonuçları**

HİPOTEZLER		SONUÇ
H ₁	Cari oranın firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H ₂	Asit-test oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H ₃	Stok devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₄	Alacak devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₅	Özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₆	Faaliyet kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₇	Net kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₈	Aktif karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H ₉	Özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H ₁₁	Faiz karşılama oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED

6. SONUÇ

1900'lü yılların başından itibaren, firmaların esas amacı kar maksimizasyonu olarak ifade edilmiştir. Ancak finans alanında meydana gelen gelişmeler ve kar maksimizasyonuna yöneltilen eleştiriler, bu amacın değişmesine neden olmuştur. Yaşanan gelişmelere bağlı olarak, 1900'lü yılların ikinci yarısından itibaren, firmaların esas amacı firma değerini maksimum kılmak olarak tanımlanmaya başlanmıştır.

Amacın değişmesi, firma değeri kavramını daha da önemli hale getirmiştir. Dolayısı ile firma ile ilgili çıkar grupları, firmanın değerini bilmek isteyeceklerdir. Firma değeri birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bunlar; firmanın kendi bünyesinden kaynaklanabileceği gibi ekonomi veya endüstride meydana gelen gelişmelerden de kaynaklanabilir. Firmanın kendi bünyesinden kaynaklanan faktörler firma tarafından kontrol edilebilirken; diğer faktörler ise kontrol edilemez. Firmanın kendi içinde meydana gelen ve kontrol edebileceği değişkenler; likidite, karlılık, finansal yapı veya faaliyetleri ile ilgili olabilir. Bu değişkenler hakkındaki bilgiye ise finansal analiz yapılarak ulaşılabilir.

Finansal analiz, firmaların finansal tablolarının analizini kapsar ve analiz yapılırken bu tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler incelenir. Elde edilen sonuçlar yorumlanarak; hem firmanın geçmiş ve bugünkü durumu karşılaştırılabilir hem de gelecekteki durumu ile ilgili öngörülerde bulunulabilir. Finansal analiz yapabilmek için bazı tekniklerden yararlanır. Bu tekniklerden en çok kullanılanı, oran analizidir. Bu yöntem ile; firmaların likidite, karlılık ve finansal durumu gibi birçok konuda bilgi sahibi olunabilir. Bu anlamda, firmaların finansal analizde kullandıkları oranların firma değerleri üzerindeki etkisi incelenmeye değer bulunmuştur.

Çalışmada firma değeri bağımlı, finansal oranlar bağımsız değişken olarak ele alınmış ve değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür. Analize geçmeden önce yöntemin uygulanabilmesi için gerekli olan tüm varsayımlar test edilmiştir. Modele ilişkin yapılan testler; normal dağılım, değişen vasyanslılık ve otokorelasyon testleridir. Yapılan bu testler sonucunda; verilerin normal dağıldığı ve hataların eşit varyansa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak modelde otokorelasyon sorunu ile karşılaşmıştır. Bu sorunu çözmek için; Cochrane-Orcutt yöntemi kullanılmış ve problem ortadan kaldırılmıştır. Daha sonra, elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

Analiz sonuçlarına göre; firma değerindeki değişimin yaklaşık %18'i seçilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Geriye kalan %82'lik kısım ise analize dahil edilmeyen başka değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Bu anlamda seçilen değişkenlerin, firma değeri üzerindeki etkisinin az olduğu söylenebilir.

Sonuçlara oran grubu bazında bakıldığında likidite oranlarından; cari oranın firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı ve negatif olduğu; asit-test oranının ise firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cari oranda meydana gelecek %1'lik bir artış firma değerini yaklaşık %7 düzeyinde azaltacakken; Asit-test oranında meydana gelecek %1'lik bir artış ise; firma değerini %9 düzeyinde artıracaktır. Bu anlamda; asit-test oranının firma değeri üzerindeki etkisinin, cari orana göre biraz daha fazla olduğu söylenebilir. Sonuç olarak firmaların dönen varlık yapısı içerisinde likiditesi yüksek olan varlıklara ağırlık vermeleri önerilebilir. Yapılan diğer çalışmalarda ise şu sonuçlar elde edilmiştir. Düzer (2008) tarafından



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (35-45)

Volume: 4 Issue: 8 (35-45)

yapılan çalışmada, firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-pozitif, asit-test oranı arasında anlamlı-negatif bir ilişki; Chowdhury ve Chowdhury (2010) ve Pouraghajan ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmalarda, firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-pozitif bir ilişki; Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada cari oranın firma değeri üzerinde anlamlı etkilerinin olduğu; Savsar (2012) tarafından yapılan çalışmada ise, cari oran ile asit-test oranının firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faaliyet oranlarından; stok devir hızı, alacak devir hızı ve özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısı ile; stok devir hızında, alacak devir hızında ve özsermaye devir hızında meydana gelecek değişimlerden firma değeri etkilenmeyecektir. Konu ile ilgili diğer çalışmalara bakıldığında; Düzer (2008) tarafından yapılan çalışmada alacak devir hızı ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığı; özsermaye devir hızının ve stok devir hızının firma değerini negatif yönde etkilediği; Savsar (2012) tarafından yapılan çalışmada alacak devir hızının firma değerini pozitif yönde etkilediği, özsermaye devir hızı ile stok devir hızının firma değeri üzerindeki etkisinin negatif olduğu; Küçük Kaplan (2013) tarafından yapılan çalışmada; taş-yağ-çimento dayalı alt sektörde, alacak devir hızının firma değerini anlamlı-negatif yönde etkilediği, Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada ise; stok devir hızının firma değeri üzerinde bir etkisinin olmadığını sonucuna ulaşılmıştır.

Karlılık oranlarından; faaliyet kar marjı, net kar marjı ve özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, oranlarda meydana gelecek gelişmelerden firma değeri etkilenmeyecektir. Aktif karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişkisi ise istatistiki olarak anlamlı-pozitif bir ilişki bulunmuştur. Aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik bir artış firma değerini 2,631 düzeyinde artıracaktır. Aynı şekilde aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik bir azalış firma değerini 2,631 düzeyinde azaltacaktır. Sonuç, aktif karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin çok yüksek olduğunu göstermektedir. Çalışmada aktif karlılığı olarak net kar/toplam aktifler formülü kullanılmıştır. Formül, firmanın varlıklarından ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir ve daha çok hissedarlar tarafından kullanılmaktadır. Dolayısı ile firma net karını ne kadar artırırsa, firma değeri de o kadar çok artacaktır. Yapılan diğer çalışmalara bakıldığında; Düzer (2008) tarafından yapılan çalışmada, özsermaye karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişkinin olumlu olduğu, faaliyet kar marjının firma değerini negatif yönde etkilediği, net kar marjının ve aktif karlılığının firma değeri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı; Savsar (2012) tarafından yapılan çalışmada, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı; Pouraghajan ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada net kar marjının ve özsermaye karlılığının firma değerini olumlu yönde etkilediği, Asiri ve Hameed (2014) tarafından yapılan çalışmada aktif karlılığının firma değeri üzerinde önemli bir faktör olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada, finansal yapı oranlarından borç-özsermaye oranı model tarafından çıkarılan değişken olarak kabul edildiği için, burada sadece faiz karşılama oranı ile ilgili bulgular yorumlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda, faiz karşılama oranı ile piyasa değeri arasındaki ilişkinin anlamsız olduğu, oranda meydana gelecek değişimlerin firma değeri üzerinde bir etkiye neden olmayacağı sonucuna varılmıştır. Düzer (2008) çalışmasında; borç-özsermaye oranının firma değeri üzerindeki etkisini anlamlı ve pozitif bulurken; Manjunatha (2013) çalışmasında, borç-özsermaye oranının firma değeri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak yapılan analizde; firma değeri ile asit-test oranı ve aktif karlılığı arasında anlamlı-pozitif bir ilişki; firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-negatif bir ilişki bulunmuştur. Çalışmada kullanılan diğer oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkinin ise istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cari oranın yükselmesi diğer bir ifadeyle firmaların gereğinden fazla çalışma sermayesine yatırım yapmaları, firmaların karlılığını etkileyerek, firma değerlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu anlamda firmaların kısa vadeli borçlarını nakde dönüşmesi kolay olan varlıklarla karşılama ve net karlarını artırma çabaları, hem firmaların hem de hissedarların servetine katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- ALBAYRAK, Ali Sait (2006), **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikler**, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- ALBAYRAK, Ali Sait (2014), "Otokorelasyon Durumunda EKK Tekniğinin Alternatifi Ototegresyon Teknikleri ve Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19(2), 1-20



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (35-45)

Volume: 4 Issue: 8 (35-45)

- ASIRI, Batool K. ve Salwa A. HAMEED (2014), "Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse", **Research Journal of Finance and Accounting**, 7(5), 1-9.
- BAN, Ünsal ve Metin Kamil ERCAN (2005), **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- CHOWDHURY, Anup ve Suman Paul CHOWDHURY (2010), "Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh", **Business and Economic Horizons**, 3(3), 111-122.
- DÜZER, Murat (2008), **Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KÜÇÜKKAPLAN, İlhan (2013), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Üretim Firmalarının Piyasa Değerini Açıklayan İçsel Değişkenler: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(2), 161-182.
- LIN, Feng-Li ve Tsangyao CHANG (2011), "Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis", **Applied Economics**, (46), 117-128.
- MANJUNATHA, K. (2013), "Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm", **Global Journal of Commerce & Management Perspective**, 2(2), 18-27.
- MASULIS, Ronald W. (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", **The Journal of Finance**, 38(1), 107-126.
- MODIGLIANI, Franco ve Merton H. MILLER (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", **The American Economic Review**, 48(3), 261-297.
- OMRAN, Mohammed ve Ayman RAGAB (2013), "Linear Versus Non-Linear Relationships Between Financial Ratios and Stock Returns: Empirical Evidence from Egyptian Firms", **Review of Accounting and Finance**, 3(2), 84-102.
- PINCHES, George E. (1990), **Essentials of Financial Management**, America: Halper Collins Publishers.
- POURAGHAJAN, Abbasali ve diğerleri (2013), "Investigation the Effect of Financial Ratios, Operating Cash Flows and Firm Size on Earnings Per Share: Evidence from the Tehran Stock Exchange", **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**, 4(5), 1026-1033.
- SAVSAR, Arif (2012), **Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SHARMA, Kapil (2012), "Identifying Relationship Between Capital Structure and Value of the Firm for Indian Pharmaceutical Companies", **The Journal Contemporary Management Research**, 6(2), 77-85.
- TUTAR, Hüseyin Özgür (2007), **Finansal Analiz Teknikleri ile Başarısızlık Tahmini; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gözaltı Pazarında Ampirik Bir İnceleme**, Master Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ULUSOY, Osman ve Veysel Eren TÜRK (2013), "Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BIST)'da Bir Uygulama", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi** 15(2), 365-384.
- VEMALA, Prasad ve Doanh "Zone" T. NGUYEN (2013), "Joint Effects of Ownership Structure, Agency Costs, and Liquidity on Firm Value: The Case of India", **Journal of International Business & Economics**, 13(4), 117-122.
- YAVUZ, Selahattin (2009), "Hataları Ardışık Bağımlı (Otokorelasyonlu) Olan Regresyon Modellerinin Tahmin Edilmesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23(3), 123-140.