

FİRMA DEĞERİNİN FİNANSAL BELİRLEYİCİLERİ: AMPİRİK BİR ANALİZ

Kartal DEMİRGÜNEŞ

Özet:

Bu çalışmanın amacı, firma değerini etkileyen finansal değişkenlerin tespit edilmesidir. Belirtilen amaç doğrultusunda, 2007.Q1-2014.Q4 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören (seçilmiş) imalat firmalarından oluşan bir örneklem üzerinde, faktör ve çoklu regresyon analizleri yapılmaktadır. Elde edilen ampirik bulgular; büyüme ve büyüklük ile ilişkili değişkenlerin firma değerini istatistiksel olarak pozitif, kârlılık değişkeninin ise negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Modele dâhil edilen likidite, borçlanma ve faaliyet etkinliği ile ilişkili diğer değişkenlerin ise, firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Firma Değeri, Büyüme, Kârlılık, Likidite, Faktör Analizi.

JEL Kodları: D22, G30, G32.

FINANCIAL DETERMINANTS of FIRM VALUE: AN EMPIRICAL ANALYSIS

Abstract:

The aim of this study is to find out financial determinants of firm value. Throughout this aim, factor and multiple regression analyses are performed on a sample consisting of (selected) Borsa Istanbul listed manufacturing firms in the period of 2007.Q1-2014.Q4. Empirical findings indicate that while growth and size related variables affect firm value positively, profitability related variable affects negatively. The other liquidity, leverage and operating efficiency related variables included in the model have no statistically significant effects on firm value.

Keywords: Firm Value, Growth, Profitability, Liquidity, Factor Analysis.

JEL Codes: D22, G30, G32.

1. GİRİŞ

Firmanın amacının ne olduğuna ilişkin tartışmalar 1800lü yılların ortalarından günümüze değin devam etmekte olup, bu süreçte farklı görüşlerin ortaya atıldığı ve bu görüşlerin farklı dönemlerde döngüsel bir çerçevede ön plana çıktıkları görülmektedir. 19. yüzyılın başlarında, firmalarının kuruluş aşamalarında hükümetler tarafından çıkarılan özel yasalara uyulması gerekmektedir. Her bir firma türü için farklılıklar gösteren bu kuruluş yasaları bir bütün halinde paydaşlara odaklanmaktaydı (Millon, 1990:206). Burada, paydaş (stakeholder) kavramı ile kastedilen yalnızca hissedarlar ya da borç verenler gibi firma üzerindeki finansal hak sahiplerini değil, aynı zamanda çalışanlar, müşteriler, topluluklar

(cemiyetler) ve kamu kurumları -ve hatta bazı durumlarda, doğal çevre, teröristler, şantajcılar, dolandırıcılar ve hırsızlar- gibi firmanın mevcudiyetini sürdürebilmesinde oldukça önemli etkilere sahip bireylerin ya da grupların tamamını kapsamaktadır (Freeman, 1984:53). İlgili dönemde, firma; hükümet tarafından kamu politikası amaçlarına ulaşmada kullanılacak sosyal açıdan faydalı bir araç ve sahip olduğu güçler itibariyle de kontrol altında tutulması gereken bir oluşum olarak görülmekteydi (Hurst, 1970). Aynı yüzyılın sonlarına doğru, firmaların kuruluş aşamalarında yapılan bir takım kolaylaştırılmalar neticesinde, hükümetin firmalar üzerindeki etkisi (baskısı) azalmaya başlamıştır. Buna bağlı olarak, sosyal ihtiyaçların karşılanmasından çok girişimcilerin kişisel amaçlarının daha ön plana çıktığı ve belirtilen amaç doğrultusunda kurulan firma sayısının önemli ölçüde arttığı yeni bir döneme girilmiştir. Bu dönemde, -bir nebze de olsa- firma amacı çerçevesinde paydaşlar arasından özellikle hissedarlara ve buna bağlı olarak da hissedar değerine yönelik vurguların yapılmaya başlandığını söylemek mümkündür.

Hissedar değeri maksimizasyonu amacının öncelikli amaç olduğunun açık bir biçimde ilk olarak dile getirildiği olay, 1919 yılında Michigan Eyalet Temyiz Mahkemesi'nde Dodge ile Ford Motor Company firmaları arasındaki ihtilafa ilişkin olarak açılan davadır. Bu olayda, Henry Ford'un çoğunluk hisselerine sahip olduğu Ford Motor Company'nin kârlarının önemli bir kısmını dağıtmayıp alıkoymayı istemesine karşın, azınlık hisselerine sahip Dodge kardeşler buna itiraz ederek dava açmışlardır. Mahkeme, kardeşlerin Ford'un bu davranışının hissedar çıkarlarına zarar vereceği şeklindeki itirazını haklı bularak, "firmanın (ve yöneticilerinin) öncelikli olarak hissedar karlılığını ön plana çıkaracak şekilde organize olmasının ve bu yönde hareket etmesinin gerekliliğine" vurgu yapmıştır (Sundaram ve Inkpen, 2004:351).

Sonrasında, 1929'da Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan hisse senedi piyasası krizi ve Büyük Buhran'a bağlı olarak, hissedar değeri maksimizasyonu amacının yeniden tartışılmaya başlandığı ve paydaşların çıkarlarının bir kez daha öncelikli hale geldiği yeni bir döneme girilmiştir. İlgili dönemde özellikle Dodd (1932)'un görüşleri dikkat çekmektedir. Dodd (1932)'a göre; hissedarlarından ayrı bir oluşum olarak görülmesi halinde, firmanın vatandaşlık sorumluluklarına da sahip olması gerekmektedir. Bu çerçevede, firma yöneticilerin rolleri ve yetkileri hissedarların sorumluluklarının yerine getirilmesiyle sınırlandırılmamalı, aksine -hissedar değerinde azalmaya neden olsa bile- firmanın paydaşlarının tamamının çıkarları doğrultusunda hareket edecek şekilde genişletilmelidir. Bu görüş, 1970li yılların başına kadar yaklaşık 40 yıl boyunca geçerliliğini korumuştur.

1970li yılların başından itibaren döngü yeniden hissedar odaklı hale gelmiştir. Milton Friedman (1970)'in milât niteliğindeki çalışmasının ana fikri, firmanın yegâne sosyal sorumluluğunun hissedar değerini artırmak olduğudur. Söz konusu çalışma aynı zamanda firmaların sosyal sorumluluklarına ilişkin tartışmaları da yeniden alevlendirmiştir. Bu dönemde temel neo-klasik iktisat varsayımlarından biri olan ve firmanın amacının (dönemlik) kâr maksimizasyonu (ve maliyet minimizasyonu) olduğunu savunan görüş özellikle finansçılar tarafından artık kabul görmemeye başlamıştır. Dönemin ünlü finansçuları Fama ve Miller (1972), Copeland ve Weston (1979) ile Van Horne (1980)'a göre; kâr maksimizasyonu amacı yatırım alternatifleri arasındaki risk farklılıklarının değerlendirilmesinde yetersiz kalmakta ve yalnızca dönemsel kârlılığa odaklanılması durumunda, optimal olmayan ya da hatalı yatırım kararları alınabilmektedir. Bu bakış açısı, piyasa değeri modeli olarak adlandırılan daha kapsamlı bir firma teorisinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bu teoriye göre; bireylerin isteklerinin sınırsız olduğu ve sermaye piyasalarının tam rekabet koşullarında faaliyet gösterdiği varsayımları altında; firmanın öncelikli amacı, firmanın (hisse senetlerinin) piyasa değerini, yani hissedar değerini maksimize etmektir

(Fama ve Miller, 1972). Değer maksimizasyonu amacı, yöneticilerin firmanın uzun vadede toplam piyasa değerinin artırılması yönünde kararlar almasını gerektirmektedir. Burada toplam piyasa değeri ile kastedilen, özsermaye, borçlar, imtiyazlı hisse senetleri ve varantlar da dâhil olmak üzere firma üzerindeki bütün finansal hakların piyasa değerlerinin toplamıdır (Jensen, 2002:236). Kâr maksimizasyonu amacının aksine, değer maksimizasyonu amacında alternatif yatırım fırsatları arasındaki risk farklılıkları üzerinde durulabilmektedir. Ayrıca, söz konusu amaç, sahiplik ve kontrol mekanizmalarının farklılık gösterdiği firmaların yanı sıra, yalnızca sahipleri tarafından yönetilen firmalar için de geçerlidir (Anderson, 1982). Sundaram ve Inkpen (2004)'e göre hissedar değerinin maksimize edilmesiyle -aslında- paydaşların tamamının değeri de maksimize edilmektedir.

Hissedarların cari ve gelecekte elde edilmesi beklenen getiriler noktasında heterojen tercihlerde bulunma eğilimi gösterdikleri bilinen bir gerçektir. Tam rekabet koşullarında faaliyet gösteren sermaye piyasasının varlığı, firmanın tek bir belirgin amaca odaklanmasına imkân vermektedir (Anderson, 1982:17). Bazı hissedarlar, mevcut durumda kâr payı ödemelerinden daha fazla getiri elde etmek istediklerinden, ellerindeki hisse senetlerinin bir kısmını ya da tamamını satmayı tercih ederlerken; diğerleri gelecekte daha fazla getiri elde etme beklentisiyle sahip oldukları hisse senetlerini elde tutarak, yalnızca kâr payı ödemeleriyle yetinmeyi tercih edebilmektedir. Değer maksimizasyonunu amaç edinen firmaların hisse senetlerine yatırım yapılması durumunda, her iki tercihin de hissedarların faydasına olacağı açıktır.

Bu teorik argümanların yanı sıra, temelleri Alchian ve Demsetz (1972), Jensen ve Meckling (1976) ile Fama ve Jensen (1983) gibi finansçılar tarafından atılan temsil teorisine ilişkin tartışmalar; küreselleşmenin ürün ve sermaye piyasaları üzerindeki etkileri (Bradley vd., 1999); 1980li yıllarda başlayan ve neredeyse 20 yıl boyunca devam eden hileli firma satın almaları (Holmstrom ve Kaplan, 2001); komünizmin çöküşünden sonra yükselişe geçen kapitalizm anlayışı; özellikle iletişim alanındaki teknolojik gelişmelere bağlı olarak 1990lı yıllarda hüküm süren boğa piyasaları ve 2000li yılların başından itibaren popüleritesi artmaya başlayan kurumsal yönetim uygulamaları piyasa değeri maksimizasyonu amacının yeniden ön plana çıkmasına neden olan diğer unsurlardır. Firmalar da bu değişime hızlı bir biçimde ayak uydurarak iş stratejilerini bu amaç doğrultusunda yeniden düzenlemeye gayret göstermektedir (Black vd., 1998:24-25).

Bu çalışmada, -yukarıda teorik çerçevesi kısaca verilen- firma değerini etkileyen finansal değişkenlerin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Çalışmada *Giriş* bölümünden sonra, sırasıyla konuya ilişkin *Literatür İncelemesi* ve *Metodoloji* bölümleri yer almaktadır. *Metodoloji* bölümünde, çalışmanın veri setine ve örneklem seçimine, değişkenlerine ve çalışmada kullanılan analiz yöntemlerine ilişkin bilgiler verildikten sonra, elde edilen ampirik bulgular sunulmaktadır. Çalışma, elde edilen ampirik bulguların yorumlandığı *Sonuç* bölümü ile sonlandırılmaktadır.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Giriş bölümünde belirtildiği üzere, piyasa (hissedar) değeri maksimizasyonu amacı teorik açıdan firmanın alacağı finansal kararlara dayanak teşkil edecek rasyonel bir amaç olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durum, söz konusu amacın uygulanabilirliği noktasında da geçerlidir. Değer maksimizasyonu amacına odaklanan firmalarda, iş stratejileri ile hissedar değerinin fonksiyonel ve değer yaratan unsurlarını birleştiren değere dayalı yönetim uygulamalarına öncelik verilmektedir (Ercan vd., 2003:20). Bu uygulamalarda, firmanın özsermayesinin piyasa değerinin maksimize edilmesi (yani, firmanın özsermayesinin defter değerinin üzerinde ilave değer yaratılması) yoluyla hissedar değeri yaratılmaya çalışılmaktadır. Hissedar değeri yaratma potansiyeline sahip alternatif iş stratejilerinin

belirlenerek, değere dayalı yönetim uygulamalarına ağırlık verilmesi günümüzün çağdaş firmalarının en temel uğraşlarından biri olmalıdır. Bu bağlamda, değer yaratma süreci üzerinde etkili olabilecek finansal değişkenleri (değer yaratan unsurları) konu alan ampirik çalışmaların bulgularının irdelenmesi ve bu çalışmaların geliştirilmesi oldukça önemlidir.

Firma değerinin belirleyicilerini konu alan ampirik çalışmaları iki boyutta ele almak mümkündür. Bunlardan ilkinde, -bu çalışmanın da konusu olduğu üzere- firma değerini etkileyen finansal değişkenler irdelenmekte olup, firma değeri değişkeni çoğunlukla piyasa değeri/defter değeri oranı ya da Tobin (1969)'in q oranı ile ifade edilmektedir. Diğer boyutta ise, firma değerine çoğunlukla hisse senedinin piyasa fiyatı noktasında odaklanılmakta ve buna ilişkin teorik modellerde yer alan değişkenler ele alınmaktadır. Birinci boyuttaki çalışmalar sayıca az ve nispeten yetersizdir.

Finansal değişkenler bağlamındaki çalışmalarda; finansman, yatırım ve kâr payı dağıtım politikaları çerçevesinde büyüme, büyüklük, kârlılık, likidite düzeyi, borçlanma, faaliyet etkinliği ile ilişkili finansal değişkenlerin, değer yaratan unsurlar olarak ön plana çıktıkları görülmektedir (Bkz., Rappaport,1983; 1986; Caby vd., 1996).

Büyüme ve büyüklük değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkilerinin irdelendiği çalışmalardan elde edilen ampirik bulgular farklılıklar gösterebilmektedir. Varaiya vd. (1987), Payne vd. (1996), Serra (2003) ve Asogwa (2009) tarafından yapılan çalışmalarda büyümenin firma değerini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Chandra (1981), Karathanassis ve Philippas (1988), Ben Naceur ve Goaid (2002), İrfan ve Nishat (2002), Serra (2003), Asogwa (2009) ile Gill ve Mathur (2011)'un çalışmaları ise firma büyüklüğü ile firma değeri arasındaki ilişkinin de benzer şekilde pozitif olduğunu göstermektedir. Ancak, Banz (1981), Payne vd. (1996) ile Kumar (2015a, 2015b)'ın çalışmalarından elde edilen bulgular ölçek ekonomilerinin aksine firma büyüklüğünün firma değerini olumsuz yönde etkilediğine işaret etmektedir. Sharma (2011) ile Gill vd. (2012)'un çalışmalarında ise söz konusu değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkilere rastlanılmamıştır.

Benzer karışık bulgular firma değeri ile kârlılık değişkenleri arasında da mevcuttur. Chandra (1981), Varaiya vd. (1987), Ben Naceur ve Goaid (2002) ile Gill ve Mathur (2011) tarafından yapılan çalışmalarda kârlılık ile firma değeri arasında istatistiksel açıdan pozitif yönlü ilişkiler tespit edilmişken; Penman (1991)'ın çalışmasından elde edilen bulgularda ise değişkenler arasındaki ilişkinin yönü negatiftir.

İşletme sermayesinin etkin bir biçimde yönetilmesiyle optimal likidite düzeyini yakalayan firmalarda, firma değerinin yüksek olması beklenmektedir (Padachi, 2006). Al-Deehani (2005), Al-Shattarat vd. (2011), Sunde ve Saunderson (2009) ile Reis and Augusto (2014)'nun çalışmalarından elde edilen ampirik bulgular bu beklentiyi destekler niteliktedir. Ancak, literatürde (Bkz., Kamath, 1989; Shin ve Soenen, 1998; Deloof, 2003; Lazaridis ve Tryfonidis, 2006; Şamiloğlu ve Demirgüneş, 2008) likiditenin öncelikle finansal performansı, dolaylı olarak da firma değerini olumsuz yönde etkilediğine dair ampirik bulgular da mevcuttur.

Firma değeri üzerinde etkili olan bir diğer finansal değişken de borçlanma oranıdır. Ward ve Price (2006)'a göre; kâr eden firmalarda, borç/özsermaye oranının artmasıyla birlikte firmanın değeri de artmaktadır. Sharma (2006) da bu görüşü destekleyerek, borçlanma ile firma değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Ancak, firma değerinde artış gözlemlenebilmesi için, borçlanmanın optimal düzeyde olması gerekmektedir (De Wet, 2006). Optimal borçlanma düzeyinde (hedef ya da optimal sermaye yapısında) firma değerinin maksimum olmasının nedeni, sermaye maliyetinin minimum olmasından kaynaklanmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2014:375). Bhandari (1988), Payne vd. (1996) ile İrfan ve Nishat (2002) tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen ampirik bulgular

borçlanmanın firma değeri üzerinde pozitif yönlü etkilerinin olduğunu vurgularken; Rajan ve Zingales (1995), Tian ve Zeitun (2007), Ramadan (2015) ile Kumar (2015b)'ın bulguları söz konusu etkinin yönünün negatif olduğunu göstermektedir. Al-Deehani (2005) ile Ebaid (2009)' in çalışmalarında ise söz konusu değişkenler arasında anlamlı bir istatistiksel ilişkiye rastlanılmamıştır.

Faaliyet etkinliğinin firma değeri üzerindeki etkisini konu alan çalışmalardan elde edilen bulguların çoğunluğu, söz konusu değişkenler arasındaki pozitif yönlü ilişkiye işaret etmektedir. Chu-Chun-Lin ve Lim (2008), Beccalli vd. (2006) ile Kirkwood ve Nahm (2006)'ın çalışmaları bunlara örnek verilebilir. Benzer şekilde, Naik (2007) ile Seetharaman ve Raj (2011)'in bankalar; Bhatnagar vd. (2014)'nin altı farklı sektör üzerinde yaptıkları çalışmalarından elde edilen bulgular da bu yöndedir. Dehuan ve Jin (2008)'in çalışmasında ise, söz konusu etkileşimin zaman içerisinde farklılaşabileceği görülmektedir. Buna göre, dört yıllık dönemin ilk iki yılında faaliyet etkinliği firma değerini olumlu yönde etkilerken, son iki yılında negatif yönde etkilemektedir.

İkinci grup çalışmalarda ise, -önceden de belirtildiği üzere- firma değerine çoğunlukla hisse senedinin piyasa fiyatı noktasında odaklanılmakta ve buna ilişkin teorik modellerdeki değişkenler ele alınmaktadır. Firma değeri, teorik olarak gelecekte elde edilmesi beklenen firmaya serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşittir. Burada; indirgeme oranı olarak, firma tarafından kullanılan ya da kullanılması düşünülen finansman kaynaklarının tamamının ağırlıklı ortalama maliyetleri dikkate alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (bundan sonra -kısaca- *sermaye maliyeti*) oranı kullanılmaktadır (Damodaran, 2002:387):

$$Firma\ Değeri = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{Firmaya\ Serbest\ Nakit\ Akımı_t}{(1 + Ağırlıklı\ Ortalama\ Sermaye\ Maliyeti)^t} \quad (1)$$

Bu eşitlik, firma değerinin tespiti bağlamında en sağlıklı hesaplamanın yapılmasına imkân sağlasa da, gelecekte elde edilmesi beklenen nakit akımlarının doğru tahmin edilmesini gerektirmektedir. Bu tahminlemenin yapılamaması durumunda ise, firma değerini, hisse senedi fiyatını temel alan aşağıdaki modelle hesaplamak mümkündür:

$$Hisse\ Senedinin\ Piyasa\ Fiyatı = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(Beklenen)Hisse\ Başına\ Kâr\ Payı\ Ödemesi_t}{(1 + Özsermaye\ Maliyeti)^t} \quad (2)$$

Gordon (1962), kâr payı ödemelerinin sabit olduğu varsayımı altında oluşturulan yukarıdaki modeli, büyüme (g) değişkeni ekleyerek geliştirmiştir:

$$Hisse\ Senedinin\ Piyasa\ Fiyatı = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(Beklenen)Hisse\ Başına\ Kâr\ Payı\ Ödemesi_1}{Özsermaye\ Maliyeti - Büyüme\ Oranı} \quad (3)$$

Yukarıdaki teorik modeller incelendiğinde, hisse senedi fiyatının ve buna bağlı olarak da firma değerinin temel belirleyicilerinin firmaya serbest nakit akımları, sermaye maliyeti, hisse başına kâr ve kâr payı ödemeleri, özsermaye maliyeti ve (kâr payı ödemelerinin) büyüme oranı oldukları görülmektedir. Bu yöndeki literatürde de firma değerini etkileyen finansal değişkenleri irdeleyen literatüre benzer şekilde, karmaşık ampirik bulgulara rastlanılmaktadır.

Sermaye maliyetinin firma değeri üzerindeki olası etkisini sermaye yapısı teorileri çerçevesinde ele almak mümkündür. Sermaye yapısı firmanın faaliyetlerini finanse edebilmek için kullandığı borcun ve özsermayenin nispi tutarlarını ifade etmektedir. Ehrhardt ve Brigham (2003) ile Firer vd. (2004), sermaye maliyetinin minimum ve -buna bağlı olarak da-

firma değerinin maksimum olduğu borç/özsermaye oranını optimal sermaye yapısı olarak nitelendirmektedir. Fama ve French (2002), Lasher (2003), Sharma (2006) ile Ward ve Price (2006) tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen ampirik bulgular optimal sermaye yapısı ile (maksimum) firma değeri arasındaki pozitif yönlü ilişkiyi desteklemektedir. Buna karşın, optimal sermaye yapısı teorisinin pratikte uygulanabilir olmadığına (Beattie vd., 2006) ve sermaye yapısının mı firma değerini, firma değerinin mi sermaye yapısını etkilediğinin belirgin olmadığına (Margaritis ve Psillaki, 2007) dair ampirik bulgular da mevcuttur.

Sermaye maliyeti ile firma değeri arasındaki ilişkiyi Modigliani ve Miller (1958; 1963)'in ünlü sermaye yapısı teorisi çerçevesinde irdelemek de mümkündür. Bu teoriye göre; vergi, enflasyon ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı varsayılan ideal bir finansal ortamda, sermaye yapısının firma değeri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Optimal sermaye yapısı ile Modigliani ve Miller (1958;1963)'in teorilerinin haricinde, sermaye maliyeti ile firma değeri arasındaki etkileşimin ele alındığı bir takım farklı teoriler de mevcuttur. Myers ve Majluf (1984) ile Myers (1984)'in, firmaların dışsal yerine içsel finansmanı tercih etmelerinin, dışsal finansmanın zorunluluk teşkil etmesi durumunda ise öncelikle tahvil, sonrasında ise hisse senedi ihracına yönelmelerinin gerekliliğini savunan finansman hiyerarşisi (pecking order) teorisi; kökeni Kraus ve Litzenberger (1973)'in çalışmasına dayanan ve firmanın borç/özsermaye tercihinin, borçlanmadan kaynaklanan (vergi kalkanı gibi) avantajlar ile (iflas riski gibi) dezavantajlar arasındaki bir denge noktasında yer alması gerektiğini savunan dengeleme (trade-off) teorisi ile Jensen ve Meckling (1976)'in temellerini attığı hissedarlar ile firma yöneticilerinin farklılık göstermeleri durumunda, temsil edilen (hissedarlar) ile temsilciler (yöneticiler) arasındaki ilişkileri ele alan temsil maliyetleri (agency costs) teorisi bunlara örnek verilebilir.

Kâr payı ödemelerinin firma değeri üzerindeki olası etkilerinin irdelendiği ampirik çalışmaların bir kısmında (Bkz., Karathanassis ve Philippas, 1988; Pardhan, 2003; Sharma ve Singh, 2006; Somoye vd., 2009; Dasilas ve Leventis, 2011; Sharma, 2011; Gill vd., 2012), hisse başına kâr payı ödemesinin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif olduğu yönünde bir ampirik bulguya rastlanırken; bir kısmında ise (Bkz., Midani, 1991; Al-Deehani, 2005; Al-Tamini vd., 2005; Nisa ve Nishat, 2012) bu değişkenler arasında herhangi bir istatistiksel ilişki tespit edilememiştir. Benzer bulgular hisse başına kâr payı ödemeleri ile doğrudan ilişkili olan hisse başına kâr için de geçerlidir. Midani (1991), Karathanassis ve Philippas (1988), Al-Deehani (2005), Al-Omar ve Al-Mutairi (2008), Uddin (2009), Kheradyar ve Ibrahim (2011) ile Gill vd. (2012)'nin çalışmalarından elde edilen bulgular firma değeri ile hisse başına kâr arasındaki pozitif yönlü ilişkiye işaret ederken; Pardhan (2003)'ün çalışmasından elde edilen bulgularda belirtilen değişkenler arasında istatistiksel bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Firma değeri ile özsermaye maliyeti ve büyüme oranı arasındaki ilişkilerin irdelendiği ampirik çalışmalar ise nispeten az sayıdadır. Al-Deehani (2005)'nin çalışmasından elde edilen sonuca göre, firma değeri ile özsermaye maliyeti arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Benzer şekilde, Irfan ve Nishat (2002) ile Al-Deehani (2005)'in çalışmalarında, büyüme oranı ile firma değeri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilememektedir. Ancak, Gill ve Mathur (2011)'un çalışmasında firma değeri ile büyüme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığına vurgu yapılmaktadır.

3. METODOLOJİ

3.1. Veri Seti ve Örneklem Seçimi

Bu çalışmanın örnekleme, 2007.Q1-2014.Q4 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören ve imalat sektörünün kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler alt sektöründe faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır. Söz konusu alt sektörün seçilme

nedeni, belirtilen dönemde imalat sektöründe toplam piyasa değeri ortalaması en yüksek alt sektör olmasındandır. Çalışmada, ilgili firmalara ait yayınlanmış 3'er aylık finansal tablolardan elde edilen geniş bir veri seti ($n=2001$) kullanılmıştır.

Geniş veri setlerinde az sayıda kayıp değer (missing value) bulunması fazla sorun yaratmamakta ve bu değerlerden kaynaklanması muhtemel istatistiksel hataları gidermede farklı yöntemler kullanılabilir. Bu yöntemlerden birincisi ve en basiti; kayıp değer içeren değişkenleri silmektir. Ancak, söz konusu değişkenlerin silinmesi ciddi veri kayıplarına neden olabilmektedir. Diğer bir yöntem ise, geçmiş bilgileri kullanarak, regresyon yöntemine başvurarak ya da ortalama değer atayarak kayıp değerlere ilişkin tahminlemeler yapmaktır. Geçmiş bilgileri kullanmak, -oldukça subjektif bir yöntem olup- araştırmacının belirli bir alanda uzun süre çalışmasını ve ele aldığı değişkenlere ya da evrene ilişkin oldukça fazla bilgiye sahip olmasını gerektirmektedir (Mertler ve Vannatta, 2004). Regresyon ise, objektif olmasına karşın, uygulanabilirliği nispeten zor bir yöntemdir. Kayıp değerlerin tahminlemesinde son alternatif ise, eldeki verileri kullanarak ortalama hesaplamak ve kayıp değer içeren değişkenlere bu ortalamaları atamaktır. Varyansın bir miktar düşmesi söz konusu olsa da, araştırmacının farklı bilgilere sahip olmaması durumunda en iyi tahminleme yöntemi ortalama değer atamaktır (Çokluk, 2012:12). Çalışmada kayıp değerler ortalama değerlerle tahminlenmektedir. Ortalamadan uzakta olan gözlemler yani uç değerler (outliers) ise veri setinden çıkartılmıştır. Çünkü istatistiksel işlemlerin birçoğu ortalamadan sapmaların karesine dayalı olup, uç değerler sapma değerinin büyütmesine neden olmaktadır. Kayıp değerler ve uç değerlere ilişkin belirtilen düzeltmeler yapıldıktan sonra, toplam gözlem sayısı 2001 olarak belirlenmiştir.

3.2. Değişkenler

Literatür İncelemesi bölümünde de belirtildiği üzere, firmaların finansman, yatırım ve kâr payı dağıtım politikaları çerçevesinde büyüme, büyüklük, kârlılık, likidite düzeyi, borçlanma ve faaliyet etkinliği ile ilişkili olarak firma değeri üzerinde olası etkileri bulunan çok fazla sayıda finansal değişken bulunmaktadır. Bu çalışmada söz konusu değişkenlerden 25 tanesi ele alınmakta olup; bunlara ilişkin bilgiler Tablo 1'de verilmektedir. Bu değişkenlerden çıkartılan faktörler çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak ele alınmaktadır.

Tablo 1: Değişkenler

Değişkenin Adı	Hesaplanması	Değişkenin Adı	Hesaplanması
1. Aktif Büyüme Oranı	$(Aktifler_t - Aktifler_{t-1}) / (Aktifler_{t-1})$	14. Likidite Oranı	$(Dönen Varlıklar - Stoklar) / (Kısa Vadeli Borçlar)$
2. Net Kâr Büyüme Oranı	$(Net Kâr_t - Net Kâr_{t-1}) / (Net Kâr_{t-1})$	15. Nakit Oranı	$(Nakit ve Nakit vb. Varlıklar) / (Kısa Vadeli Borçlar)$
3. Net Satışlar Büyüme Oranı	$(Net Satışlar_t - Net Satışlar_{t-1}) / (Net Satışlar_{t-1})$	16. Finansal Borç-Toplam Borç Oranı	$(Kısa+Uzun Vadeli Finansal Borçlar) / (Top. Borçlar)$
4. Aktif Toplamı	Aktiflerin Doğal Logaritması ($\ln Aktifler$)	17. Kaldıraç Oranı	$(Kısa+Uzun Vadeli Borçlar) / (Özsermaye)$
5. Özsermaye Toplamı	Özsermayenin Doğal Logaritması ($\ln Özsermaye$)	18. Kısa Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı	$(Kısa Vadeli Borçlar) / (Kısa+Uzun Vadeli Borçlar)$
6. Net Satışlar	Net Satışların Doğal Logaritması ($\ln Net Satışlar$)	19. Uzun Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı	$(Uzun Vadeli Borçlar) / (Kısa+Uzun Vadeli Borçlar)$
7. Aktif Kârlılığı	$(Net Kâr) / (Aktifler)$	20. Aktif Devir Hızı	$(Net Satışlar) / (Aktif Toplamı)$
8. Esas Faaliyet Kâr Marjı	$(Esas Faaliyet Kâr * 100) / (Net Satışlar)$	21. Alacak Devir Hızı	$(Net Satışlar) / (Ortalama Ticari Alacaklar)$
9. Faiz ve Vergi Öncesi Kâr Marjı	$(Faiz ve Vergi Öncesi Kâr * 100) / (Net Satışlar)$	22. Duran Varlık Devir Hızı	$(Net Satışlar) / (Duran Varlıklar)$
10. Hisse Başına Kâr	$(Net Kâr) / (Hisse Senedi Sayısı)$	23. Özsermaye Devir Hızı	$(Net Satışlar) / (Özsermaye)$
11. Özsermaye Kârlılığı	$(Net Kâr) / (Özsermaye)$	24. İşletme Sermayesi Devir Hızı	$(Net Satışlar) / (Dönen Varlıklar)$
12. Net Kâr Marjı	$(Net Dönem Kâr * 100) / (Net Satışlar)$	25. Stok Devir Hızı	$(Satılan Malın Maliyeti) / (Ortalama Stoklar)$
13. Cari Oran	$(Dönen Varlıklar) / (Kısa Vadeli Borçlar)$		

Bağımlı değişken olan firma değeri ise, piyasa değeri/defter değeri oranı olup, özsermayenin piyasa değerinin, özsermayenin defter değerine bölünmesiyle hesaplanmakta ve PD/DD ile gösterilmektedir. Firmanın finansal performansına ilişkin geçmiş ve cari dönemlere ait muhasebe verileri ile geleceğe yönelik piyasa göstergelerini birlikte ele alması, PD/DD oranını rasyonel bir performans değerlendirme ölçütü olarak ön plana çıkarmaktadır

(Ceccagnoli, 2009; Lee ve Makhija, 2009). Özellikle kazançlara ilişkin muhasebe tahrifatları ve manipülasyonları gelir tablosu kalemlerini etkileyerek, kazanç-temelli performans ölçütlerinin yanlış hesaplanarak hatalı yorumlanmasına neden olabilmektedir. Bilançoda yer alan varlıkların ve kaynakların defter değerleri -kümülatif olmaları nedeniyle-, daha çok gelir tablosundaki net dönem kârı(zararı)na odaklanan yöneticilerin manipülasyonlarına karşı daha dirençlidir. Ayrıca, varlıkların ve kaynakların defter değerleri gelir tablosundaki rakamlara kıyasla daha az değişkenlik göstermektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranı, firmanın varlıklarının net değeri ile piyasanın bu varlıklara attığı değer arasındaki etkileşimi ifade etmesi açısından önemlidir. Söz konusu oran, piyasanın firmanın varlıkları için vermeyi kabul ettiği primli (ya da iskontolu) fiyatın ve buna bağlı olarak da firmanın varlıklarının etkin bir biçimde yönetilip yönetilmediğinin de göstergesidir. Tong ve Reuer (2006) ile Lenox vd. (2010)'ne göre, PD/DD oranı aynı zamanda firmanın büyüme için gerekli olan ilave sermaye yatırımlarını çekebilme kapasitesine de işaret etmektedir. Belirtilen özellikler, piyasa değeri/defter değeri oranını, firmanın yalnızca varlık kullanımındaki etkinliğinin değil, aynı zamanda büyüme potansiyelinin de önemli bir göstergesi olarak ön plana çıkarmaktadır. Nitekim piyasa değeri/defter değeri oranı, -bu çalışmada da olduğu üzere- özellikle 1980li yılların ortalarından bu yana çok sayıda çalışmada firma değerini temsil eden temel değişken olarak kullanılmaktadır (Bkz., Amit ve Livnat, 1988; Barton, 1988; Cheng vd., 1989; Fombrun ve Shanley, 1990; Huselid, 1995; Chang, 2003; Dushnitsky ve Lenox, 2006; McDonald vd., 2008; Wang vd., 2009; Surroca vd., 2010).

3.3. Analiz Yöntemi

Bu çalışmada firma değeri üzerinde etkili olan çeşitli finansal değişkenler iki aşamalı çok-değişkenli (multivariate) yöntemle analiz edilmektedir. Bu bağlamda, firma değeri ile ilişkilendirilebilecek 25 adet finansal değişken tespit edilmiştir (Bkz., Tablo 1). Analizin ilk aşamasında, söz konusu değişkenlerin hangi faktörler altında yer aldığını tespit etmek amacıyla, faktör analizi; ikinci aşamasında ise, ortaya çıkan çoklu regresyon analizi yapılmaktadır.

3.4. Ampirik Bulgular

3.4.1. Faktör Analizi Sonuçları

Faktör analizi, aralarında ilişki bulunması muhtemel çok sayıda değişken arasındaki ilişkilerin anlaşılmasını ve bu ilişkilerin yorumlanmasını basitleştirmek amacıyla, bu değişkenleri daha az sayıdaki temel boyuta (faktöre) indirgemede kullanılan bir grup çok-değişkenli analiz tekniğine verilen genel bir isimdir. Analizi bu yönüyle bir basitleştirme işlemi olarak da görmek mümkündür. Faktör analizinde, gözlemlenen fazla sayıda değişken, daha az sayıda faktör ile açıklanmaya çalışıldığından, öncelikle değişkenler arası korelasyonlar dikkate alınmaktadır (Johnson ve Wichern, 1992).

Faktör analizi yapılmadan önce, verilerin söz konusu analize uygunluğunun değerlendirilmesi gerekmektedir. Söz konusu değerlendirmede Bartlett (1950) ve Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) küresellik testleri kullanılmaktadır. Bartlett testi -yapısı itibarıyla- değişkenlere ilişkin korelasyon matrisinin, değişkenler arasında ilişki olmadığı varsayımına dayanan birim matrise karşı test edilme ilkesine dayanmaktadır. Bartlett testi, bu yönüyle aslında korelasyon matrisinin anlamlılığının bir testidir. Bir ki-kare istatistiği olan test aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\chi^2 = - \left[(N - 1) - \left(\frac{2k+5}{6} \right) \right] \ln|R|$$

Burada; χ^2 , Bartlett testinden elde edilen değeri; N , örneklem genişliğini; k , değişken sayısını ve $|R|$, verilerden elde edilen korelasyon matrisinin determinantını ifade etmektedir. Bu determinant değeri aynı zamanda genelleştirilmiş varyansı vermektedir. Ki-kare test istatistiği için elde edilen serbestlik derecesi ise ikili karşılaştırmanın karşılığı olan $s.d. = \binom{k}{2} = k(k-1)/2$ şeklindedir. Ancak ki-kare test sınaması yanında Z testi ile verilerin küreselliği test edilebilmektedir.

$$Z = \frac{\chi^2 - s.d.}{\sqrt{2 \cdot (s.d.)}}$$

Bu analizde anlamlılığının %5'e küçük eşit ($p \leq 0,05$) olması durumunda verilerin çok değişkenli normal dağılımdan geldiği ve faktör analizine uygun olduğu kabul edilmektedir. Anlamlılık değerinin %5'ten büyük olması durumunda ise faktör analizi yapılmamaktadır.

Çalışmada verilerin analize uygunluğunun değerlendirilmesinde kullanılan diğer test ise Kaiser-Meyer-Olkin testidir. KMO, faktör analizinde örneklem büyüklüğünün uygunluğunu test etmede kullanılan bir ölçüttür. KMO testi aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$KMO = \frac{\sum_{i \neq j} r_{ij}^2}{(\sum_{i \neq j} r_{ij}^2 + \sum_{i \neq j} a_{ij}^2)}$$

Burada; KMO , örneklem uygunluk ölçütünü; r_{ij}^2 , değişkenler arasındaki korelasyonları ve a_{ij}^2 , parçalı korelasyonları göstermektedir. KMO ölçütü; değişkenlerin toplam korelasyon değerlerinin kareler toplamının, toplam ve parçalı korelasyon değerlerinin kareler toplamına oranıdır. KMO ölçütü -yapısı itibariyle- verilerin faktör analitik modeli ile modellenip modellenemeyeceğine ilişkin bir göstergedir (Yurdugül, 2005). Kaiser (1974)'e göre, KMO ölçütü için kabul edilebilecek alt sınır değeri 0,50'dir. KMO değerinin 0,50'den düşük çıkması halinde faktör analizine devam edilmez. Bu değer 0,50-0,70 arasında olması orta; 0,70-0,80 arasında olması iyi; 0,80-0,90 arasında olması çok iyi ve 0,90-1 arasında olması ise mükemmel olarak nitelendirilmektedir. Bartlett ve KMO test sonuçları Tablo 2'de verilmektedir. Her iki test sonucu da verilerin analiz için uygun olduğunu göstermektedir.

Tablo 2: Bartlett ve KMO Test Sonuçları

Bartlett testi	χ^2	33.513,323
	serbestlik derecesi	300
	anlamlılık (p)	0,000
KMO örneklem uygunluk ölçütü		0,633

Verilerin analize uygunluğunun tespit edilmesinden sonra, hangi faktör çıkarım yönteminin kullanılacağına karar verilmelidir. Bu bağlamda, en yaygın kullanılan yöntemin Temel Bileşenler Analizi (Principal Component Analysis) olduğu görülmektedir. Ancak, temel bileşenler analizinin doğrudan faktör analizi (ortak faktör modeli) olarak değerlendirilmemesi gerekmektedir (Bkz., Henson vd., 2004; Henson ve Roberts, 2006; Zoller, 2012). Çünkü temel bileşenler analizi ile faktör analizinde değişkenlerin oluşturduğu varyans farklı biçimlerde ele alınmaktadır. Ortak faktör modeline göre ölçülen değişkenlerin varyansı, ortak (common) ve özgün (unique) olmak üzere iki bölüme ayrılmakta ve özgün kısım ölçülen değişkenlere yönelik hata varyansını ve sistematik varyansı içinde barındırmaktadır. Temel bileşenler analizi, bu varyansları ayırt etmeden değişkenleri toplam varyans üzerinden açıklamaya çalışarak, ölçümün hatasız olduğunu varsaymaktadır. Faktör analizinde ise, ölçüm hatası hata varyansına bağlı olacak şekilde ortadan kaldırılmaktadır.

(Park vd., 2002). Ford vd. (1986) ile Widaman (1993)'a göre; değişkenlerin oluşturduğu varyansın maksimum düzeyde açıklanmaya çalışılması durumunda temel bileşenler analizinin, gizli değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmak istenilmesi durumunda ise, maksimum olabilirlik (maximum likelihood) ve temel eksen faktörlemesi (principal axis factoring) gibi faktör analizi yöntemlerinin kullanılması gerekmektedir. Daha açık bir ifadeyle belirtmek gerekirse, teori üretme amacı ile faktör analizine başvurulmak istenilmesi halinde faktör analizi yöntemlerinin, var olan bir teorinin yeniden ele alınması durumunda ise, temel bileşenler analizinin kullanılması önerilmektedir (Çolakoğlu ve Büyükeksi, 2014). Bu çalışmada, var olan bir teorinin yeniden ele alınması söz konusu olduğu için, faktörleştirme yöntemi olarak temel bileşenler analizi, dönüştürme (rotation) yöntemi olarak ise, varimax yöntemi kullanılmaktadır. Dik (orthogonal) ve eğik (oblique) olmak üzere iki farklı dönüştürme yöntemi bulunmakta olup; faktörler arasında herhangi bir bağımlılığın bulunmadığının varsayıldığı durumlarda dik, bağımlılığın bulunduğu varsayıldığı durumlarda ise, eğik döndürme yöntemleri kullanılmaktadır. Çalışmada, faktörler arasında bir bağımlılığın bulunmadığı varsayılarak, dik döndürme yöntemleri arasından en çok kullanılan dönüştürme yöntemi olan “varimax” yöntemi kullanılmaktadır. Faktör analizi yönteminin belirlenmesinden sonra, değişkenlerin toplandığı faktörlerin sayısı belirlenmektedir. Çalışmada, faktör sayısının belirlenmesinde özdeğerleri (eigenvalue) dikkate alan “K1” yöntemi kullanılmakta olup, buna göre özdeğerleri 1’den yüksek olan faktörler anlamlı olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 3’de verilen faktör analizi sonuçlarına göre, büyüme, büyüklük, kârlılık, likidite, kaldıraç ve faaliyet etkinliği altında toplam 6 faktörün tespit edildiği görülmektedir. Değişkenlerin ilgili oldukları faktörleri açıklama oranlarının değerlendirilmesinde faktör yükleri dikkate alınmaktadır. Özellikle sosyal bilimler alanındaki çalışmalarda, faktör yükünün %30 olması durumunda bile dikkate alınabileceğini savunulsa da (Hair vd., 1998), bu çalışmada faktör yüklerinin değerlendirilmesinde Fornell ve Larcker (1981) tarafından önerilen minimum değer olan %50 dikkate alınmaktadır. Bu nedenle, kârlılık faktörü içerisinde yer alan “hisse başına kâr” ve “özsermaye kârlılığı” ile faaliyet etkinliği altında faktörleşen “işletme sermayesi devir hızı” değişkenleri, faktör yüklerinin %50’nin altında olması nedeniyle analize dâhil edilmemektedir. Sonuç itibarıyla, analize dâhil edilen toplam değişken sayısı 22 olup, bu değişkenler, ait oldukları faktörü yüksek bir oran ile açıklamaktadırlar. Ortaya çıkan faktörlerin araştırmanın modelinde sunulan yapı ile de uyumluluk gösterdiğini söylemek mümkündür. Keşfedici faktör analizi sonucunda ortaya çıkan 6 faktörün, toplam varyansın yaklaşık %74’ünü açıkladığı tespit edilen bir diğer bulgudur. Bu değer, Fornell ve Larcker (1981) ile Hair vd. (1998) tarafından önerilen değerden (0,65) daha yüksek olduğu görülmektedir. Araştırmada kullanılan ölçeğin güvenilirliği, yani içsel tutarlılık düzeyi ise, Cronbach alfa katsayısı ile ölçülmektedir. Güvenilirlik düzeyi, ölçülmek istenilenin doğru bir şekilde ölçülüp ölçülemediğinin gösterilmesinde ve ölçeğin standartlaştırılmasında oldukça önemlidir. 0,70 ve üzeri alfa katsayısı değeri, yeterli bir güvenilirlik göstergesidir (Fornell ve Larcker, 1981; Hair vd., 1998). Çalışmada, boyutlara ilişkin olarak hesaplanan Cronbach alfa katsayıları; 0,935 ile 0,708 arasında değişmekte olup, bu değerlere göre kullanılan ölçeğin güvenilir olduğunu söylemek mümkündür.

3.4.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Çalışmanın ikinci aşamasında, faktör analizi sonrasında elde edilen beş bağımsız değişkenin firma değeri üzerinde olası etkileri, regresyon analizi ile tespit edilmeye çalışılmaktadır. Oluşturulan regresyon modelinde bağımlı değişken firma değerini ifade eden piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı iken, bağımsız değişkenler faktör analizinden çıkartılan ve -sırasıyla- *büyüme*, *büyükçlük*, *kârlılık*, *likidite*, *borçlanma* ve *faaliyet etkinliği*

olarak adlandırılan 6 farklı faktördür. Regresyon modeline dâhil edilen faktörler dik (orthogonal) dönüştürmelerle elde edildiğinden, çoklu doğrusallık (multicollinearity) sorunu bulunmamaktadır (Alli vd., 1993). Normallik, değişen varyans (heteroscedasticity) ve otokorelasyon testleri verilerin normal dağıldığını ve buna ilişkin problemlerin bulunmadığını göstermektedir.

Tablo 3: Faktör Analizi Sonuçları

	<i>Büyüme</i>	<i>Büyüklik</i>	<i>Kârlılık</i>	<i>Likidite</i>	<i>Borçlanma</i>	<i>Faaliyet Etkinliği</i>
<i>Değişkenler</i>	<i>Faktör Yükleri</i>					
-Aktif Büyüme Oranı	0,622					
-Net Kâr Büyüme Oranı	0,572					
-Net Satışlar Büyüme Oranı	0,543					
-Aktif Toplamı		0,972				
-Özsermaye Toplamı		0,975				
-Net Satışlar		0,967				
-Aktif Kârlılığı			0,808			
-Esas Faaliyet Kâr Marjı			0,904			
-Faiz ve Vergi Öncesi Kâr Marjı			0,862			
-Hisse Başına Kâr			0,301*			
-Özsermaye Kârlılığı			0,423*			
-Net Kâr Marjı			0,644			
-Cari Oran				0,870		
-Likidite Oranı				0,882		
-Nakit Oranı				0,651		
-Finansal Borç-Toplam Borç Oranı					0,554	
-Kaldıraç Oranı					0,768	
-Kısa Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı					0,929	
-Uzun Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı					0,929	
-Aktif Devir Hızı						0,904
-Alacak Devir Hızı						0,502
-Duran Varlık Devir Hızı						0,694
-Özsermaye Devir Hızı						0,826
-İşletme Sermayesi Devir Hızı						0,109*
-Stok Devir Hızı						0,557
<i>Özdeğerler</i>	5,621	3,890	2,347	1,948	1,748	1,224
<i>Açıklanan Varyans (%)</i>	14,509	13,945	13,640	13,493	11,556	6,409
<i>Kümülatif Açıklanan Varyans (%)</i>	14,509	28,454	42,094	55,589	67,144	73,553
<i>Cronbach Alfa Katsayıları</i>	0,843	0,935	0,808	0,871	0,763	0,708
*, faktör yükünün %50'nin altında olması nedeniyle analize dâhil edilmeyen değişkenleri göstermektedir.						

Tablo 4’de verilen regresyon analizine ilişkin sonuçları, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin (faktörlerin) bağımlı değişkende meydana gelen değişimi açıklama oranının (düzeltilmiş R^2) %9,8 olduğu görülmektedir. Bu oranın düşük olduğu düşünülebilir. Ancak, regresyon denkleminin başarısının, yalnız belirleme katsayısı yardımı ile saptanmak istenmesi yanıltıcı çıkarımlara yol açabilmektedir. Çünkü R^2 değeri sadece regresyon denkleminin genel değişkenliğin yüzde kaçını açıkladığına göre belirlenmemekte, aynı zamanda denklemin eğimine göre de oluşmaktadır (Günel, 2003:139). Ayrıca, R^2 değeri örneklem büyüklüğüne karşı da oldukça duyarlıdır. Örneklem ne kadar büyük olursa, R^2 değeri o kadar azalmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, R^2 değerinin düşük olmasını çalışmanın örneklemini ile ilişkilendirmek mümkündür.

Tablo 4: Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Standartlaştırılmış Katsayılar (β)	t Değerleri	Anlamlılık (p) Değerleri
Büyüme	0,087	2,963	0,003***
Büyükük	0,067	2,269	0,023**
Kârlılık	-0,086	-2,919	0,004***
Likidite	-0,031	-1,046	0,296
Borçlanma	-0,002	-0,570	0,955
Faaliyet Etkinliği	0,027	0,911	0,363
Bağımlı Değişken: PD/DD Oranı R=0,287 $R^2=0,144$ Düzeltilmiş $R^2=0,098$ F Değeri=5,941			
** ve ***, sırasıyla, %5 ve %10 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri ifade etmektedir.			

Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden büyümenin, büyüklüğün ve kârlılığın, PD/DD oranını (firma değerini) istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Bu değişkenlerden büyüme ve büyüklük, PD/DD oranını istatistiksel olarak pozitif yönde (sırasıyla $\beta_{büyüme} = 0,087$ ve $p_{büyüme} = 0,003$; $\beta_{büyükük} = 0,067$ ve $p_{büyükük} = 0,023$) etkilemekte iken; kârlılık, PD/DD oranını negatif yönde ($\beta_{kârlılık} = -0,086$ ve $p_{kârlılık} = 0,004$) etkilemektedir. Modele dâhil edilen likidite, borçlanma ve faaliyet etkinliği değişkenlerinin ise, PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

4. SONUÇ

Bu çalışmada, 2007.Q1-2014.Q4 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul (BIST)’da işlem gören ve imalat sektörünün kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler alt sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerini etkileyen finansal değişkenlerin tespiti amaçlanmaktadır. Söz konusu amaç doğrultusunda, firma değeri üzerinde etkili olması beklenen toplam 25 adet finansal değişkenin tahlil edilebilmesi için öncelikle temel bileşenler analizi yapılmaktadır. Analiz sonucunda *büyüme*, *büyükük*, *kârlılık*, *likidite*, *borçlanma* ve *faaliyet etkinliği* olarak adlandırılan 6 faktör (değişken) ortaya çıkmaktadır. Sonrasında ise, bu faktörler firma değerinin bağımsız değişken olarak ele alındığı çoklu regresyon analizine tabi tutulmaktadır. Regresyon analizi sonuçları, büyümenin ve büyüklüğün firma değerini pozitif, buna karşın kârlılığın firma değerini negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Modele dâhil edilen likidite, borçlanma ve faaliyet etkinliği değişkenlerinin ise, firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Genellikle net satışlar ya da aktif büyüme oranı ile ifade edilen (firma) büyüme(si) ile varlık toplamı ile ifade edilen büyüklük olgusu, firmaların büyük bir çoğunluğu açısından son derece önemli bir konudur. Bu durum, özellikle iş hayatıyla ilgili basın bültenlerinde ve

firmaların finansal raporlarında da açıkça görülmektedir. Diğer taraftan, büyüme ve büyüklük olgusu akademik dünyada da gerek teorik gerekse de deneysel çalışmalarla yoğun bir biçimde ele alınmaktadır.

19. yüzyılın sonları ile 20. yüzyılın başlarını kapsayan dönemde ortaya çıkan ve firmalarda profesyonel yöneticilerin iş başında olmasını zorunlu kılan “yönetmel kapitalizm (managerial capitalism)” teorisinde, büyük ölçekli firmaların sahipleri tarafından değil de profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi halinde karşılaşılabilecek sorunlar ele alınmaktadır (Bkz., Marris, 1964; Baumol, 1967). Bu bağlamda ortaya çıkması en muhtemel sorun, yöneticilerin firma sahiplerinin çıkarlarından (firma değeri maksimizasyonu amacıyla) çok, kendi çıkarlarını ön planda tutmaları ve bu yönde kararlar almalarıdır. Böyle bir durumda firmanın büyümesi hissedarlardan çok, yöneticilerin lehine olmaktadır. Bu durumu daha kapsamlı olarak ele alan temsil maliyetleri teorisine göre de, yöneticiler firmanın büyümesini arzulamaktadır. Çünkü nispeten büyük bir firmayı yönetmenin artan sorumluluklarına bağlı olarak yönetici maaşları da artmaktadır (Murphy, 1985). Ayrıca, temsil maliyetleri teorisine göre, firmalar pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlardan elde edilen fazlalık nakit akımlarını, bu yönde bir büyüme kârlı olmasa bile, satışların artırılmasına yönelik yatırımlara yönlendirmektedir (Jensen, 1986; 1988). Bu nedenle, satış büyümesinin finansal performans (firma değeri) üzerindeki etkisinin, daha fazla serbest nakit akımı yaratan firmalarda daha düşük olması beklenmektedir. Daha açık bir ifadeyle, bu tür firmalarda büyümenin firma değeri üzerindeki etkisi nispeten düşük olabilmektedir. Yönetmel kapitalizm ve temsil maliyetleri teorileri ampirik bulgularla da desteklenmektedir. Eliasson (1976) ile Hubbard ve Bromiley (1994)’un çalışmalarında, büyümenin yöneticileri motive ettiği sonucuna ulaşılmaktadır. Varaiya vd. (1987), Payne vd. (1996), Serra (2003) ve Asogwa (2009) tarafından yapılan çalışmalarda büyümenin firma değerini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Firma büyüklüğü ile firma değeri arasındaki ilişkinin de benzer şekilde pozitif olduğunu gösteren çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır (Bkz., Chandra, 1981; Karathanassis ve Philippos, 1988; Ben Naceur ve Goaid, 2002; İrfan ve Nishat, 2002; Serra, 2003; Asogwa, 2009; Gill ve Mathur, 2011).

Bu çalışmadan elde edilen ampirik bulgular da -benzer şekilde- büyümenin firma değerini artırdığı yönündedir. Ancak, burada üzerinde durulması gereken temel nokta, büyümeden kaynaklanan firma değerinin yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından etkilenmemesinin sağlanmasıdır. Diğer bir ifadeyle, firmalarda temsil maliyetlerinden kaynaklanan sorunların tespit edilerek, bunların olumsuz etkilerinin mümkün olduğunca azaltılması gerekmektedir.

Çalışmanın ampirik bulguları kârlılığın firma değerini negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Bu bulgu beklenen etkinin tersinedir. Kârlılığın yüksek olması firmanın hisse senedi fiyatının artmasına neden olmaktadır. Hisse senedi fiyatı nispeten yüksek olan firmalar yatırımcılar açısından daha cazip olacağından, bu tür firmaların piyasa değerlerinin de yüksek olması beklenmektedir. Haugen ve Baker (1996) ile Yang vd. (2010)’nin çalışmalarından elde edilen bulgular bu beklentiyi destekler niteliktedir. Modigliani ve Miller (1963)’in bulgularını da bu çerçevede değerlendirmek mümkündür. İkiliye göre, borçlanma arttıkça, borç üzerindeki vergi kalkını etkisinden dolayı kârlılık da artmakta ve firma değeri bu artıştan pozitif yönde etkilenebilmektedir. Ancak, söz konusu etkileşimi farklı bir biçimde değerlendiren Ross vd. (2002) borçlanmadaki artışın belirli bir seviyeden sonra (beklenen) doğrudan ve dolaylı finansal sıkıntı maliyetlerinin artmasına, dolayısıyla da kârlılığın azalmasına neden olabileceğini ve firma değerinin bu durumdan olumsuz yönde etkilenebileceğini belirtmektedir. Nitekim bu konudaki ampirik bulgular da karmaşıktır. Chandra (1981), Varaiya vd. (1987), Ben Naceur ve Goaid (2002) ile Gill ve Mathur (2011) tarafından yapılan çalışmalarda kârlılık ile firma değeri arasında istatistiksel açıdan pozitif

yönlü ilişkiler tespit edilmişken; Penman (1991)'in çalışmasından elde edilen bulgularda ise değişkenler arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Bu çalışmadan elde edilen firma değeri-kârlılık ilişkisi bulgusunu Ross vd. (2002)'nin yukarıda belirtilen görüşleri çerçevesinde değerlendirmek mümkündür.

Kaynakça:

- Alchian, Armen A. and Demsetz, Harold (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization", **American Economic Review**, 62(5), 777-795.
- Al-Deehani, Talla M. (2005), "The Determinants of Stock Prices in the Kuwait Stock Exchange: An Extreme Bound-Analysis", **Investment Management and Financial Innovations**, 3(1), 16-24.
- Alli, Kasim L., Khan, A. Quayyum and Ramirez, Gabriel G. (1993), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis", **The Financial Review**, 28(4), 523-547.
- Al-Omar, H. and Al-Mutairi, A. (2008), "The Relationship between the Kuwaiti Banks Share Prices and Their Attributes", **Scientific Journal of King Faisal University**, 9(1), 325-338.
- Al-Shattarat, Husni K., Al-Shattarat, Wasim K., Al-Attar, Ali M. and Al-Omoush, Ahmad M. (2011), "The Effect of Cash Flow Added (CVA) on Annual Stock Prices in Amman Stock Exchange", **Journal of Academy of Business and Economics**, 11(3), 213-228.
- Al-Tamini, Hussein A., Alwan, Ali Abdulla and Rahman, Abdel (2011), "Factors Affecting Stock Prices in the UAE Financial Markets", **Journal of Transnational Management**, 16(1), 3-19.
- Amit, Raphael and Livnat, Joshua (1988), "Diversification and the Risk-Return Trade-Off", **Academy of Management Journal**, 31(1), 154-166.
- Anderson, Paul F. (1982), "Marketing, Strategic Planning and the Theory of the Firm", **Journal of Marketing**, 46(2), 15-26.
- Asogwa, Robert C. (2009), "Measuring Determinants of Value Creation for Publicly Listed Banks in Nigeria: A Random Effects Probit (REP) Model Analysis", **14th Annual Conference on Econometric Modelling for Africa**, 8-10 July, Abuja, Nigeria.
- Banz, Rolf W. (1981), "The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence", **Journal of Financial Economics**, 12(1), 129-156.
- Bartlett, Maurice Stevenson (1950), "Tests of Significance in Factor Analysis", **British Journal of Statistical Psychology**, 3(2), 77-85.

- Barton, Sidney L. (1988), "Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look", **Academy of Management Journal**, 31(1), 166-175.
- Baumol, William (1967), **Business Behavior, Value and Growth**, Harcourt, Brace and World Company, New York, USA.
- Beattie, Vivien, Goodacre, Alan and Thomson, Sarah Jane (2006), "Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence", **Journal of Business Finance and Accounting**, 33(9-10), 1402-1434.
- Beccalli, Elena, Casu, Barbara and Girardone, Claudia (2006), "Efficiency and Stock Performance in European Banking", **Journal of Business Finance and Accounting**, 33(1-2), 245-262.
- Ben Naceur, Samy and Goaid, Mohamed (2002), "The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability, and Firm Value", **Applied Financial Economics**, 12(12), 843-849.
- Bhandari, Laxmi Chand (1988), "Debt Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", **Journal of Finance**, 43(2), 507-528.
- Bhatnagar, Shankar Dyal, Bhatnagar, Chandra Shekhar and Bhullar, Pritpal Singh (2014), "Operating Efficiency and Firm Valuation: Evidence from India", **Industrial Engineering Letters**, 4(9), 54-53.
- Black, Andrew, Wright, Philip, Bachman, John E. ve Davies, John (1998), **Hissedar Değeri Arayışı Performansı Etkileyen Faktörlerin Yönetimi**, Dünya Yayınları, İstanbul.
- Bradley, Michael, Schipani, Cindy A., Sundaram, Anant K. and Walsh, James P. (1999), "The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads", **Law Contemporary Problems**, 62(3), 9-86.
- Brigham, Eugene F. and Ehrhardt, Michael C. (2014), **Financial Management: Theory and Practice**, 14th Edition, South-Western Cengage Learning, Mason, USA.
- Caby, Jérôme, Clerc-Girard, Marie-France et Kœhl, Jacky (1996), "Stratégie et Finance: Le Processus de Création de Valeur", **Revue Française de Gestion**, 108, 49-56.
- Ceccagnoli, Marco (2009), "Appropriability, Preemption, and Firm Performance", **Strategic Management Journal**, 7(5), 437-458.
- Chandra, Prasanna (1981), **Valuation of Equity Shares in India**, Sultan Chand and Sons Publications, New Delhi.
- Chang, Sea Jin (2003), "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea", **The Academy of Management Journal**, 46(2), 238-253.
- Cheng, David C., Gup, Benton and Wall, Larry D. (1989), "Financial Determinants of Bank Takeovers", **Journal of Money, Credit and Banking**, 21(4), 524-536.
- Chu-Chun-Lin, Singfat and Lim, Guan Hua (1998), "Share Performance and Profit Efficiency of Banks in an Oligopolistic Market: Evidence form Singapore", **Journal of Multinational Financial Management**, 8(2-3), 155-168.
- Copeland, Thomas E. and Weston, J. Fred (1979), **Financial Theory and Corporate Policy**, Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Company, USA.
- Çokluk, Ömay, Şekercioğlu, Güçlü, Büyüköztürk, Şener (2012), **Sosyal Bilimler İçin Çok Değişkenli İstatistik: SPSS ve Lisrel Uygulamaları**, Pegem Akademi, Ankara.

- Çolakoğlu, Özgür Murat and Büyükeksi, Cem (2014), “Evaluation of Factors Affecting Exploratory Factor Analysis Process”, **Karaelmas Journal of Educational Sciences**, 2(1), 58-64.
- Damodaran, Aswath (2002), **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc., USA.
- Dasilas, Apostolos and Leventis, Stergios (2011), “Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market”, **International Review of Economics and Finance**, 20(2), 302-311.
- De Wet, J. H. (2006), “Determining the Optimal Capital Structure: A Practical Contemporary Approach”, **Meditari Accounting Research**, 14(2), 1-16.
- Dehuan, Jin and Jin, Zhenhu (2008), “Firm Performance and Stock Returns: An Empirical Study of the Top Performing Stocks Listed on Shanghai Stock Exchange”, **Academy of Accounting and Financial Studies**, 12(1), 70-84.
- Deloof, Marc (2003), “Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?”, **Journal of Business, Finance and Accounting**, 30(3), 573-587.
- Dodd, Merrick E. (1932), “For whom are Corporate Managers Trustees”, **Harvard Law Review**, 45(7), 1145-1163.
- Dushnitsky, Gary and Lenox, Michael J. (2006), “When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?”, **Journal of Business Venturing**, 21(6), 753-772.
- Ebaid, Ibrahim El-Sayed (2009), “The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt”, **The Journal of Risk Finance**, 10(5), 477-487.
- Ehrhardt, Michael C. and Brigham, F. Eugene (2003), **Corporate Finance - A Focused Approach**, Thomson Publications, USA.
- Eliasson, Gunar (1976), **Business Economic Planning: Theory, Practice and Comparison**, John Wiley & Sons Publications, New York, USA.
- Ercan, Metin Kamil, Öztürk, M. Başaran ve Demirgüneş, Kartal (2003), **Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Fama, Eugene and French, Kenneth R. (2002), “Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, **The Review of Financial Studies**, 15(1), 1-33.
- Fama, Eugene and Jensen, Michael C. (1983), “Agency Problems and Residual Claims”, **Journal of Law and Economics**, 26(2), 325-344.
- Fama, Eugene and Miller, Merton H. (1972), **The Theory of Finance**, Hinsdale, IL.: Dryden Press, USA.
- Firer, Colin, Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jordan, Bradford D. (2004), **Fundamentals of Corporate Finance**, 3rd Edition, McGraw-Hill Publications, USA.
- Fombrun, Charles and Shanley, Mark (1990), “What’s in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy”, **Academy of Management Journal**, 33(2), 233-258.
- Ford, J. Kevin, MacCallum, Robert C. and Tait, Marianne (1986), “The Application of Exploratory Factor Analysis in Applied Psychology: A Critical Review and Analysis”, **Personnel Psychology**, 39(2), 291-314.

- Fornell, Claes and David F. Larcker (1981), "Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error", **Journal of Marketing Research**, 18(1), 39–50.
- Freeman, R. Edward (1984), **Strategic Management: A Stakeholder Approach**, Pitman Books Limited, USA.
- Friedman, Milton (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", **New York Times Magazine**, 33, 122-126.
- Gill, Amarjit and Mathur, Neil (2011), "Board Size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms", **Journal of Applied Finance and Banking**, 1(3), 1-13.
- Gill, Amarjit, Biger, Nahum and Mathur, Neil (2012), "Determinants of Equity Share Prices: Evidence from American Firms", **International Research Journal of Finance and Economics**, 90(90), 176-192.
- Gordon, Myron J. (1962), **The Investment, Financing and Valuation of the Corporation**, Homewood, III, R. D. Irwin, USA.
- Günel, Alptekin (2003), "Regresyon Denklemi Başarısını Ölçmede Kullanılan Belirleme Katsayısı ve Kritiği", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 133-140.
- Hair, Joseph, Anderson, Rolph, Tatham, Ronald, and Black, William (1998), **Multivariate Data Analysis**, 5th Edition, Prentice-Hall Inc. Publications, New Jersey, USA.
- Haugen, Robert A. and Baker, Nardin L. (1996), "Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns", **Journal of Financial Economics**, 41(3), 401-439.
- Henson, Robin K. and Roberts, J. Kyle (2006), "Use of Exploratory Factor Analysis in Published Research: Common Errors and Some Comment on Improved Practice", **Educational and Psychological Measurement**, 66(3), 393–416.
- Holmstrom, Bengt and Kaplan, Steven N. (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, 15(2), 121-144.
- Hubbard, Darrell G. and Bromiley, Philip (1994), "How Do Top Managers Measure and Assess Firm Performance?", **Academy of Management Meetings**, Dallas, USA.
- Hurst, James W. (1970), **The Legitimacy of the Business Corporation in Law of the United States, 1780-1970**, University of Virginia Press, Charlottesville, USA.
- Huselid, Mark A. (1995), "The Impact of Human Resource Management Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance", **Academy of Management Journal**, 38(3), 635-672.
- Irfan, Chaudhry M. and Nishat, Mohammed (2002), "Key Fundamental Factors and Long-Run Price Changes in an Emerging Market: A Case Study of Karachi Stock Exchange", **The Pakistan Development Review**, 41(4), 517-533.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economic Review**, 76(2), 323-329.
- Jensen, Michael C. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", **Journal of Economic Perspectives**, 2(1), 21-48.
- Jensen, Michael C. (2002), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", **Business Ethics Quarterly**, 12(2), 235-256.

- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Johnson, Richard A. and Wichern, Dean W. (1992), **Applied Multivariate Statistical Analysis**, Prentice-Hall Inc. Publications, New Jersey, 396-397.
- Kaiser, Henry F. (1974), "An Index of Factorial Simplicity", **Psychometrika**, 39(1), 31-36.
- Kamath, Ravindra (1989), "How Useful are Common Liquidity Measures?", **Journal of Cash Management**, 9(1), 24-28.
- Karathanassis, George and Philippas, Nikolaos (1988), "Estimation of Bank Stock Price Parameters and the Variance Components Model", **Applied Economics**, 20(4), 497-507.
- Kheradyar, Sina and Ibrahim, Izani (2011), "Financial Ratios as Predictors of Stock Returns", **International Conference on Sociality and Economics Development**, 10, 311-322.
- Kirkwood, Joshua and Nahm, Daehoon (2006), "Australian Bank Efficiency and its Relation to Stock Return", **The Economic Record**, 82(258), 253-267.
- Kraus, Alan and Litzenberger, Robert H. (1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", **Journal of Finance**, 28(4), 911-922.
- Kumar, B. Rajesh (2015a), "Determinants of Value Creation: An Empirical Examination from UAE Market", **International Journal of Economics and Financial Issues**, 5(1), 78-85.
- Kumar, B. Rajesh (2015b), "Determinants of Value Creation of GCC Firms - An Application of PLS SEM Model", **Asian Journal of Finance and Accounting**, 7(1), 76-95.
- Lasher, William R. (2003), **Practical Financial Management**, 3rd Edition, Thomson Publications, USA.
- Lazaridis, Ioannis and Tryfonidis, Dimitrios (2006), "Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange", **Journal of Financial Management and Analysis**, 19(1), 26-35.
- Lee, Seung-Hyun and Makhija, Mona (2009), "Flexibility in Internationalization: Is It Valuable during an Economic Crisis?", **Strategic Management Journal**, 30(5), 537-555.
- Lenox, Michael J., Rockart, Scott F. and Lewin, Arie Y. (2010), "Does Interdependency Affect Firm and Industry Profitability? An Empirical Test", **Strategic Management Journal**, 31(2), 121-139.
- Margaritis, Dimitris and Psillaki, Maria (2007), "Capital Structure and Capital Efficiency", **Journal of Business Finance and Accounting**, 34(9-10), 1447-1469.
- McDonald, Michael L., Khanna, Poonam and Westphal, James D. (2008), "Getting them to Think outside the Circle: Corporate Governance, CEO's External Advice Networks, and Firm Performance", **Academy of Management Journal**, 51(3), 453-475.
- Mertler, Craig A. and Vannatta, Rachel A. (2004), **Advanced and Multivariate Statistical Methods: Practical Application and Interpretation**, 3rd Edition, Pyrczak Publishing, Glandale, USA.
- Midani, M. Ayman (1991), "Determinants of Kuwaiti Stock Prices: An Empirical Investigation of Industrial Services, and Food Company Shares", **Journal of Administrative Sciences and Economics**, 2, 303-314.
- Millon, David (1990), "Theories of the Corporation", **Duke Law Journal**, 39(2), 201-262.

- Modigliani, Franco and Miller, Merton H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", **The American Economic Review**, 48(3), 261-297.
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", **The American Economic Review**, 53 (3), 433-444.
- Murphy, Kevin J. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", **Journal of Accounting and Economics**, 7(1-3), 11-42.
- Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", **The Journal of Finance**, 39(3), 675-592.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, 13(2), 187-221.
- Naik, G. Janardhan (2007), "Operating Efficiency of Banks in India", **The Journal of Indian Management & Strategy**, 12(1), 36-46.
- Nisa, Mehr-un and Nishat, Mohammed (2012), "The Determinants of Stock Prices in Pakistan", **Asian Economic and Financial Review**, 1(4), 276-291.
- Padachi, Kesseven (2006), "Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms", **International Review of Business Research Papers**, 2(2), 45-58.
- Pardhan, R. S. (2003), "Effects of Dividends on Common Stock Prices: The Nepalese Evidence", **Research in Nepalese Finance**, 1-13.
- Park, Hee Sun, Dailey, Rene and Lemus, Daisy (2002), "The Use of Exploratory Factor Analysis and Principal Components Analysis in Communication Research", **Human Communication Research**, 28(4), 562-567.
- Payne, Bruce C., Boudreaux, Denis O. and Rumore, Nancy C. (1996), "Financial Determinants of Market Value: The Case of Investor Favorites", **Journal of Economics and Finance**, 20(3), 59-67.
- Penman, Stephen H. (1991), "An Evaluation of Accounting Rate of Return", **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 6(2), 233-255.
- Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", **The Journal of Finance**, 50(5), 1421-1460.
- Ramadan, Imad Zeyad (2015), "Leverage and the Jordanian Firms' Value: Empirical Evidence", **International Journal of Economics and Finance**, 7(4), 75-81.
- Rappaport, Alfred (1983), "Corporate Performance Standards and Shareholder Value", **Journal of Business Strategy**, 3(4), 23-38.
- Rappaport, Alfred (1986), "Linking Competitive Strategy and Shareholder Value Analysis", **Journal of Business Strategy**, 7(4), 58-67.
- Reis, Nogueira and Augusto, Mario Gomes (2014), "Determinants of Firm Terminal Value: The Perspective of North American and European Financial Analysis", **International Business and Economics Research Journal**, 13(4), 793-808.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jaffe, Jeffrey (2013), **Corporate Finance**, 10th Edition, McGraw-Hill/Irwin Publications, New York, USA.

- Seetharaman, Ananth and Raj, John Rudolph (2011), “An Empirical Study on the Impact of Earnings per Share on Stock Prices of a Listed Bank in Malaysia”, **International Journal of Applied Economics and Finance**, 5(2), 114-126.
- Serra, Ana Paula (2003), “The Cross-Sectional Determinants of Returns: Evidence from Emerging Markets’ Stocks”, **Journal of Emerging Market Finance**, 19(1-2), 103-128.
- Sharma, Anil K. (2006), “Financial Leverage and Firm’s Value: A Study of Capital Structure of Selected Manufacturing Sector Firms in India”, **The Business Review**, 6(2), 70-76.
- Sharma, Sanjeet (2011), “Determinants of Equity Share Prices in India”, **Journal of Arts, Science and Commerce**, 2(4), 51-60.
- Sharma, Sanjeet and Singh, B. (2006), “Determinants of Equity Share Prices in Indian Corporate Sector: An Empirical Study”, **The ICAI Journal of Applied Finance**, 12(4), 21-38.
- Shin, Hyun H. and Soenen, Luc (1998), “Efficiency of Working Capital and Corporate Profitability”, **Financial Practice and Education**, 8(2), 37-45.
- Somoye, Russell, Akintoye, Ishole Rufus and Oseni, Jimoh Ezekiel (2009), “Determinants of Equity Prices in the Stock Markets”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 30, 177-189.
- Sundaram, Anant K. and Inkpen, Andrew C. (2004), “The Corporate Objective Revisited”, **Organization Science**, 15(3), 350-363.
- Sunde, T. and Sanderson, A. (2009), “A Review of Determinants of Share Prices”, **Journal of Social Sciences**, 5(3), 188-192.
- Surroca, Jordi, Tribo, Josep A. and Waddock, Sandra (2010), “Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources”, **Strategic Management Journal**, 31(5), 463-490.
- Şamiloğlu, Famil and Demirgüneş, Kartal (2008), “The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey”, **The International Journal of Applied Economics and Finance**, 2(1), 44-50.
- Tian, Gary Gang and Zeitun, Rami (2007), “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, **Australian Accounting Business and Finance Journal**, 1(4), 40-61.
- Tobin, James (1969), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 1(1), 15-29.
- Tong, Tony W. and Reuer, Jeffrey J. (2006), “Firm and Industry Influences on the Value of Growth Options”, **Strategic Organization**, 4(1), 15-29.
- Uddin, Mohammed Belal (2009), “Determinants of Market Price of Stock: A Study on Bank Leasing and Insurance Companies of Bangladesh”, **Journal of Modern Accounting and Auditing**, 5(7), 1-6.
- Van Horne, James C. (1980), **Financial Management and Policy**, 5th Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall Publications, USA.
- Varaiya, Nikhil, Kerin, Roger A. and Weeks, David (1987), “The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value”, **Strategic Management Journal**, 8(5), 487-497.
- Wang, Heli C., He, Jinyu and Mahoney, Joseph T. (2009), “Firm-Specific Knowledge Resources and Competitive Advantage: The Roles of Economic and Relationship-based

- Employee Governance Mechanisms”, **Strategic Management Journal**, 30(12), 1265-1285.
- Ward, Mike and Price, Allen (2006), **Turning Vision into Value: Corporate Finance for Non-Financial Executives**, Pretoria Publications, South Africa.
- Widaman, Keith F. (1993), “Common Factor-Analysis versus Principal Component Analysis - Differential Bias in Representing Model Parameters”, **Multivariate Behavioral Research**, 28(3), 263-311.
- Yang, Chau-Chen, Lee, Cheng-few, Gu, Yan-Xiang and Lee, Yen-Wen (2010), “Co-determination of Capital Structure and Stock Returns – A Lisrel Approach: An Empirical Test of Taiwan Stock Market”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 50(2), 222-233.
- Yurdugül, Halil (2005), “Faktör Analizinde KMO ve Bartlett Testleri Neyi Ölçer?”, **Hacettepe Üniversitesi Yayınları**, Ankara.
- Zoller, Markus (2012), “A Comparison between Principal Component Analysis and Factor Analysis”, **University of Applied Sciences Publications**, Wurzburg-Schweinfurt, 1-4.