





# Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi

*Araştırma Makalesi*

## Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi; Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama

 Kadri Cemil AKYÜZ<sup>a</sup>,  İbrahim YILDIRIM<sup>a\*</sup>

<sup>a</sup> Orman Endüstri Mühendisliği Bölümü, Orman Fakültesi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon, TÜRKİYE

\* Sorumlu yazarın e-posta adresi: [ibrahim@ktu.edu.tr](mailto:ibrahim@ktu.edu.tr)

DOI : 10.29130/dubited.554813

### ÖZET

Varlıklarını hisse senedi piyasasında değerlendirmek isteyen yatırımcılar için firma değeri ve firma değerini etkileyen faktörlerin neler olduğunun bilinmesi, yapılacak yatırımın istenilen amaca ulaşabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören ve Kağıt ve Kağıt Ürünleri sanayi alanında faaliyet gösteren firmalar düzeyinde finansal oranlar ve firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır. Panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışmada sektörde yer alan 7 adet firmanın 2012-2018 yılları kapsamındaki verileri ele alınmıştır. Bağımlı değişken olarak firma değerinin, bağımsız değişken olarak ise 19 farklı finansal oranın kullanıldığı çalışma sonucunda, firma değeri üzerinde anlamlı etkiye sahip olan finansal oranlar gruplar düzeyinde ve bütün olarak istatistiksel olarak değerlendirilmiştir. Likidite oranlarının tamamının, mali yapı oranlarının 2 adedinin, faaliyet oranlarının 3 adedinin ve karlılık oranlarının 3 adedinin firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Ayrıca tüm oranların birlikte değerlendirilmesi ile yapılan analiz sonucunda ise 8 adet finansal oranın firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki gösterdiği belirlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Firma Değeri, Kağıt Ürünleri Sanayi, Finansal Oranlar, Panel Veri Analizi

## Relationship Between Financial Ratios and Firm Value; An Application in Paper and Paper Products Industry

### ABSTRACT

For the investors who want to evaluate their assets in the stock market, it is of great importance to know what the company value and the factors that affect the value of the company can be reached in order to reach the desired goal. In this study, it is aimed to investigate the relationship between financial ratios and firm value at the level of firms which are traded in Borsa İstanbul and operating in the field of Paper and Paper Products industry. In the study conducted by using panel data analysis, the data of the 7 firms in the sector within the period of 2012-2018 are discussed. As a result of the study using the firm value as the dependent variable and 19 different financial ratio as the independent variable, the financial ratios which have a significant effect on the firm value were evaluated at the level of groups and as a whole statistically. It was determined that all of the liquidity ratios

had a statistically significant effect on the firm value of 2 of the financial structure ratios, 3 of the activity rates and 3 of the profitability ratios. In addition, as a result of the analysis made with the evaluation of all ratios, 8 financial ratios have a statistically significant effect on the firm value.

*Keywords: Firm Value, Paper and Paper Products Industry, Financial Ratios, Panel Data Analysis*

## I.GİRİŞ

Gelişmiş ve etkin sermaye piyasasının en önemli işlevlerinden biri tasarrufların verimli yatırım alanlarına yönelmesine imkan sağlamasıdır. Sermaye piyasaları aracılığıyla yatırımcılar, karlı gördükleri hisse senetlerini kendi amaçları doğrultusunda belirlemekte, güvenle birikimlerini değerlendirebilmekte ve kaynak ve ihtiyaç arasında bağlantı kurabilmektedirler. Gelişmiş ve güven veren hisse senedi piyasaları yatırımcıların firmaların değerlerini belirlemeye imkan sağlamaktadır [1]. Doğru yatırım alanlarının seçilmesi ve en düşük risk düzeyinde yatırımların gerçekleştirilmesi bir takım analizlerin yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Ekonomik anlamda sınırların ortadan kalkması, firmaların uygun gördükleri pazar yapılarında faaliyette bulunma istekleri, kar maksimizasyonu hedefine eleştirisel bakışa neden olmuş ve firmaların amaçlarında farklılıklar meydana getirmiştir. En yüksek kar elde edebilme hedefi, pazar payını koruyabilmek, sürekli ve istikrarlı bir şekilde büyüebilmek, hisse senedinin piyasa değerini yükseltebilmek, firmanın net bugünkü değerlerini maksimum seviyeye taşımak ve firma ile ilgili grupların memnuniyetini sağlamak şeklinde değişim gösteren bir boyut kazanmıştır. Hisse ve hissedar değerini merkeze alan, bu doğrultuda firmaların yapı, strateji ve hedeflerini farklılaştıran ve performansların hangi ölçütlerle izlenmesi gerektiğini belirleyen bir yönetim anlayışı oluşmuştur [2]. Oluşan yeni amaç yapısı firma değerinin en yüksek boyutta sağlanması ile yakından ilişkili olmakla birlikte, bu değer ilgili gruplar tarafından bilinmesini gerekli kılmaktadır. Firma değerinin bilinmesi ve firma değeri üzerinde etkili olan faktörlerin tespiti doğru alanlarda yatırım yapılabilmesi, getiri düzeyinin yükseltilebilmesi ve hedeflere ulaşma noktasında başarılı sağlayacaktır. Böylelikle firmanın başarısı ile ilgili olan tüm kesimler kendi bakış açıları doğrultusunda tedbir alabileceklerdir. Firma değerinin önemli özelliklerinden biride kar maksimizasyonu amacının sorunlu olan taraflarını içermeyen performans göstergesi olmasıdır [3].

Uygun ve makul piyasa değerlerinin belirlenmesi ve gelecekte piyasalarda güçlü firmaların tespit edilmesini amaçlayan [4] firma değeri, sahip olduğu bu önem karşısında nasıl hesaplanacağı ve ne olduğu konusunda tüm kesimler tarafından kabul gören net bir tanım ve hesaplama standardına sahip değildir. Firmanın içinde bulunduğu durum, firmanın değerlendirme sürecindeki ilgili grupların niteliği ve amacı ve değerlendirme amacıyla kullanılacak tekniklerin farklılığı nedeniyle ortak tanımlaması yapılamayan firma değerine ilişkin [5] Kerin ve Sethuraman [6] net bugünkü değer kavramı yardımıyla firma değerinin belirlenebileceğini, enflasyon ve risk düzeyini dikkate alan bir oran yardımıyla firmanın gelecekte oluşturabilecek olduğu değer dikkate alınması gerektiğini ifade etmektedir. Chambers [7] tanımlamasında firmaların kurumsal ve finansal yapısının bir bütün halinde değerlendirilmesi gerektiğini ifade ederken, Düzer [8] yönetim anlayışı, firmanın iç ve dış yapılarla olan ilişkisi, genel ekonomik durum ve üretmiş olduğu ürünlerin toplumda bulunduğu değer firma değeri ile bağlantılı olduğunu ifade etmektedir. Bazı çalışmalarda işlem gören hisse senedi piyasa değerinin, firma değerini yansıtan en iyi gösterge olduğu konusu yer bulmaktadır [1-9-10].

Teşkilatlanmış bir yapı içinde işlem gören firmaların arz ve talebe göre değerinde oluşan değişim, ilgili firmanın piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olarak tanımlanmaktadır. Piyasa değeri, ulusal ve uluslararası ekonomik yapı, sektörel etkenler ve yatırımcı tercihleri gibi nedenlerle değişim gösterebilmekte ve alıcının almaya satıcının satmaya razı oldukları fiyat üzerinde dengelenmektedir [11-12].

Firma değerinin belirlenmesinde temel analiz, teknik analiz, rassal yürüyüş ve etkin piyasalar hipotezi olarak bilinen farklı yöntemler kullanılmaktadır. Firma analizi, firmaların belirli dönemlerde hazırlayıp sunmuş oldukları finansal tablolardan elde edilen oranlar yardımıyla yapılmaktadır [1]. Firmalarla ilgilenen ya da ilgilenmek isteyen farklı kesimlerin ulaşabilmesi ve değerlendirebilme yapabilmesi bakımından en kolay konumda olan finansal tablolar yardımıyla üretilen oranlar farklı amaçlara hizmet edebilecek niteliktedir. Hangi oranın kullanılması gerektiğine karar vermek ve elde edilen sonuçları değerlendirebilmek uzmanlık isteyen niteliklere sahiptir.

Çalışmada kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında üretim faaliyetinde bulunan ve BIST’de işlem gören firmaların finansal oranları ve firma değerleri arasında ilişki olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla literatürde yapılan çalışmalar incelenerek amacımıza uygun finansal oranlar belirlenmiş ve panel veri analizi yöntemi ile analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın devam eden bölümlerinde bu konu ile ilgili literatür değerlendirmesi, sektöre yönelik bilgiler verilmekte, veri seti ve yöntem açıklamaları sonrasında analiz sonucu elde edilen bilgiler sonuç ve değerlendirme kısmı ile sunulmaktadır.

## II.LİTERATÜR

Finansal oranlar kullanılarak firma değeri hakkında araştırma ve analiz yapan birçok çalışma literatürde yer almaktadır. Modigliani ve Miller [13], firma değeri ile sermaye yapısı arasındaki ilişki ve birbirlerini etki düzeylerine yönelik yapmış oldukları çalışmalarında verginin dikkate alınmadığı koşullarda sermaye yapısının firma değerini etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır. Borç seviyesinde oluşan değişimler ile firma değerinin ilişkisi üzerine çalışma yapan Masulis [14] borç düzeyi ve firma değeri arasında ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır. İMKB’de yer alan iki farklı sektörün kar dağıtım politikaları ile sermaye yapıları arasında ilişki düzeyini belirlemek amacıyla Yücel [15] tarafından yapılan çalışma sonucunda, firmaların piyasa değerleri ile sermaye yapıları arasında ilişki olmadığı, kar dağıtım politikalarının ise hisse senedi üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Metal ana sanayinde yer alan firmalar üzerinde sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisini inceleyen Yenice [16], sermaye yapısında oluşan değişimlerin firmanın verimliliğine olumsuz katkı yapabileceğini belirlemiştir. Akın [17] yapmış olduğu çalışmada borçlanma oranındaki artışın firma değerini arttırdığını belirlemiştir. Finansal oranlar kullanarak firmaların sermaye yapıları ve firma değeri arasındaki ilişki düzeyini inceleyen Özaltın [18], sermaye yapısındaki değişim ile firmaların piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını belirlemiştir. Lojistik regresyon yöntemini kullanarak finansal oranlarla firma değeri arasında oluşan ilişki düzeyini araştıran Aktaş [19] firma değeri ile pozitif ilişki gösteren oranları belirlemiştir. Firmaların finansal yapısı ve firma değeri arasında var olan ilişki düzeyini İMKB-Sınai endeksinde yer alan 127 firma üzerinde inceleyen Altan ve Arkan [20] finansal yapı ile firma değeri arasında pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki varlığı belirlemiştir. BIST’de yer alan 56 firma üzerinde finansal oranlar ve firma değeri ilişkisini araştıran Birgili ve Düzer [21] firma değeri üzerinde likidite durumunun, mali yapı ve borsa performansının önemli düzeyde etki sahibi olduğunu belirlemiştir. Gemici [22] şirket değerlendirme yöntemleri içinde fazlaca kullanılan

F/K ve PD/DD oranlarının gerçek anlamda nasıl bir etkiye sahip olduğunun belirlenmesi amacıyla yapmış olduğu çalışmada PD/DD oranının etkili olduğunu ancak F/K oranının belirtildiği gibi önemli etki sahibi olmadığını belirlemiştir. Lin ve Chang [23] 196 Tayvan firması üzerinde finansal kaldıraç ve firma değeri ilişkisini incelemiş ve değişken borç yapılanmalarına göre farklı ilişki düzeyleri belirlemiştir. Finansal kaldıraç ve firma değeri arasında yapılan bir başka çalışmada Sharma [24] 12 adet ilaç firmasının finansal verilerini kullanarak finansal kaldıraç düzeyinin firma değerini etkilemediğini belirlemiştir. Finansal oranların firma değeri üzerinde nasıl bir etki sahibi olduğunun belirlenmesinin amaçlandığı çalışmada anlamlı etki gösteren oranlar belirlenmiştir [25]. Biçen ve Sezgin [1] BIST bilişim sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal oranları ve firma değerleri arasında var olan ilişkiyi belirlemek için yapmış oldukları çalışmalarında net satış büyüme oranı, hisse başı kar ve piyasa değeri/defter değeri oranları ile firma değeri arasında pozitif yönlü anlamlı ilişkiler belirlemişlerdir. Savsar [26] İMKB-100 endeksinde yer alan gıda ve metal sektöründeki 36 firmanın finansal oranları ve firma değeri arasındaki ilişki düzeyini incelediği çalışması sonucunda, firma değeri ile pozitif ve negatif yönde etkileşimde bulunan oranları belirlemiştir. Temizer [27], BIST-100 endeksinde yer alan 45 firmayı kapsayan çalışmada finansal oranlar ve firma değeri arasında oluşan ilişki düzeyini panel veri analizi yöntemi yardımıyla irdelemiştir.

### III. MATERYAL VE YÖNTEM

#### *A.MATERYAL*

Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri arasındaki ilişki düzeyinin belirlenmesinin amaçlandığı çalışma 2012-2018 yılları arasında BIST’de işlem gören ve verilerine düzenli olarak ulaşılabilen 7 adet kağıt üretimi yapan firmayı kapsamaktadır. Analize dahil edilen firmalar Tablo 1’de gösterilmektedir. 2012-2018 yıllarını kapsayan veri seti Kamu Aydınlatma Platformunun [28] ve Borsa İstanbul’un [29] resmi internet sitesinden elde edilmiştir.

*Tablo 1. Analize Dahil Edilen Firmalar*

<b>Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sanayi Alanında Üretim Yapan Firmalar</b>
-Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş., -Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.Ş., -Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş., -Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş., -Olmuksan Kağıt Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş., -Alkim Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş., -Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.,

#### *B.YÖNTEM*

Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında firma değeri ile finansal oranlar arasındaki ilişki düzeyinin ve firma değeri üzerinde etkili olan finansal oranların belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilen çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların piyasa değeri kullanılmıştır. Piyasa değeri her yılın aralık ayı sonundaki hisse kapanış fiyatları baz alınarak hesaplanmıştır. Firma değeri ile finansal oranlar arasında uyum sağlayabilmek için piyasa değerlerinin doğal logaritması alınmış ve oluşan farklılık kapatılmıştır. Yapılan literatür araştırması sonrasında firmaların piyasa değerleri üzerinde etkisi

olduğu belirlenen 19 oran bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler BIST ve KAP'ın resmi internet sitesinden elde edilen finansal tablolar yardımıyla hesaplanmıştır.

Çalışmada kapsamında yer alan firmaların firma değeri ile finansal oranları arasında oluşan ilişki düzeyinin belirlenmesi amacıyla panel veri analizi yapılmıştır. Panel veri analizi öncesinde değişkenler arasında sahte ilişkilerin olmaması değişkenlerin durağan olması ile mümkündür. Durağanlığın olmadığı durumlarda elde edilecek tüm sonuçlar kuşkulu duruma düşecektir. Bu amaçla elde edilen verilerin çalışma amacına uygun hale getirilmesi için panel birim kök testi uygulanmıştır. Bu amaçla serilere Levin Lin Chu [30] tarafından geliştirilen panel birim kök testi uygulanmıştır. İhtiyaç durumuna göre serilerin durağan hale getirilmesi için bir ya da iki kez farklarının alınması uygun görülmektedir [31]. Bu doğrultuda gerekli olduğu durumlarda serilerin ikinci farkları alınarak uygulanan LLC panel birim kök testi ile seriler durağan hale getirilmiştir. Kullanılan panel veri analizi çoklu regresyon analizidir. Verilerin çoklu regresyon analizi sırasında kullanılabilmesi ve doğru sonuçlara ulaşımın sağlanabilmesi için hataların normal dağılım göstermesi, değişkenlerin eşit varyansa sahip olması ve otokorelasyon sorununun modellerde olmaması gerekmektedir. Modellerde normal dağılım, değişen varyanslık ve otokorelasyon testleri yapılmıştır. Yapılan testler sonucunda modellere göre elde edilen sonuçlar Tablo 2'de, analizde kullanılan bağımsız değişkenler Tablo 3'de gösterilmektedir.

**Tablo 2.** Modellerde Göre Elde Edilen Test Sonuçları

1.Model		
Jargue-Bera Testi: 2,43		Probability:0,29
White Testi-F-istatistik: 1,92		Prob.(P): 0,76
F-istatistik:3,27		Prob:0,065
2.Model		
Jargue-Bera Testi: 0,020		Probability:0,98
White Testi-F-istatistik: 3,86		Prob.(P): 0,37
F-istatistik:1,25		Prob:0,14
3.Model		
Jargue-Bera Testi: 2,15		Probability:0,34
White Testi-F-İstatistik: 2,53		Prob.(P): 0,77
F-istatistik:4,27		Prob:0,09
4.Model		
Jargue-Bera Testi: 1,04		Probability:0,59
White Testi-F-İstatistik: 0,53		Prob.(P): 0,98
F-istatistik:1,33		Prob:0,16
5.Model		
Jargue-Bera Testi: 1,12		Probability:0,57
White Testi-F-İstatistik: 0,83		Prob.(P): 0,99
F-istatistik:1,35		Prob:0,15
(P>0,05)		

Çalışma sırasında test edilecek hipotezler aşağıda sıralanmıştır.

H1:Firmanın likidite oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H2: Firmanın mali yapı oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H3:Firmanın faaliyet oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H4: Firmanın karlılık oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H5: Firmanın tüm oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

**Tablo 3.** Analizde Kullanılan Bağımsız Değişkenler

<b>Finansal Oranlar</b>	<b>Kisaltmalar</b>
Cari Oran	CO
Asit-Test Oranı	ATO
Nakit Oranı	NO
Finansal Kaldıraç Oranı	FKO
Borç-Öz Sermaye Oranı	BÖO
Öz Sermaye Oranı	ÖK
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	KVYK
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	UVYK
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	KVB
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	UVB
Aktif Devir Hızı	ADH
Alacak Devir Hızı	ALDH
Stok Devir Hızı	SDH
Öz Sermaye Devir Hızı	ÖDH
Net Kar	NK
Öz Sermaye Karlılığı	ÖSK
Aktif Karlılığı	AK
Brüt Satış Karı	BSK
Faaliyet Karlılığı	FK

Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalara ait finansal oranların firma değeri üzerindeki etkilerini tahmin etmek için kurulan regresyon modelleri aşağıda gösterilmektedir

Model 1: Likidite Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$\text{LNFD1: } \beta_0 + \beta_1\text{CO} + \beta_2\text{ATO} + \beta_3\text{NO} + \epsilon_i \quad (1)$$

Model 2: Mali Yapı Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$\text{LNFD2: } \beta_0 + \beta_1\text{FKO} + \beta_2\text{BÖO} + \beta_3\text{ÖK} + \beta_4\text{KVYK} + \beta_5\text{UVYK} + \beta_6\text{KVB} + \beta_7\text{UVB} + \epsilon_i \quad (2)$$

Model 3: Faaliyet Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$\text{LNFD3: } \beta_0 + \beta_1\text{ADH} + \beta_2\text{ALDH} + \beta_3\text{SDH} + \beta_4\text{ÖDH} + \epsilon_i \quad (3)$$

Model 4: Karlılık Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$\text{LNFD4: } \beta_0 + \beta_1\text{NK} + \beta_2\text{ÖSK} + \beta_3\text{AK} + \beta_4\text{BSK} + \beta_5\text{FK} + \epsilon_i \quad (4)$$

Model 5: Tüm Oranların Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$\text{LNFD5: } \beta_0 + \beta_1\text{CO} + \beta_2\text{ATO} + \beta_3\text{NO} + \beta_4\text{FKO} + \beta_5\text{BÖO} + \beta_6\text{ÖK} + \beta_7\text{KVYK} + \beta_8\text{UVYK} + \beta_9\text{KVB} + \beta_{10}\text{UVB} + \beta_{11}\text{ADH} + \beta_{12}\text{ALDH} + \beta_{13}\text{SDH} + \beta_{14}\text{ÖDH} + \beta_{15}\text{NK} + \beta_{16}\text{ÖSK} + \beta_{17}\text{AK} + \beta_{18}\text{BSK} + \beta_{19}\text{FK} + \epsilon_i \quad (5)$$

## IV. BULGULAR

Finansal oranların firma değeri üzerindeki etkilerinin belirlenmesi amacıyla yapılan analiz sonuçları oran grupları düzeyinde belirlenmiştir.

### A. LİKİDİTE ORANLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Yapılan analiz sonucunda firma değeri ile likidite oranları arasında ilişki ve çalışma amacıyla kurgulanan hipotez ( $H_1$ :Firmanın likidite oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır) sınanmıştır. Yapılan analiz sonucunda elde edilen regresyon modeli ve istatistiksel sonuçlar (Tablo 4) aşağıda gösterilmektedir. Analiz sonucunda likidite oranlarının bağımlı değişken üzerindeki etki derecesini gösteren çoklu belirlilik katsayısı( $R^2$ ), 0,26 çıkmıştır. Bağımlı değişken olan firma değeri üzerinde likidite oranlarının %26 düzeyinde bir açıklayıcılığı bulunmaktadır. Tahmin edilen regresyon denkleminin ve  $R^2$ 'nin anlamlılığının ölçüsü olan F istatistik değeri 4,970 olarak bulunmuş ve F istatistiğinin olasılık değeri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır ( $P<0,05$ ). Yani  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Elde edilen bu sonuçlar  $R^2$  değerinin anlamlı olduğunu bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %26 düzeyinde etkilediği belirlenmiştir. Katsayılar dikkate alındığında cari oran düzeyinde oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde %0,83 oranında, nakit oranında oluşacak 1 birimlik artışın ise firma değerinin %0,60 oranında artışlara neden olacağı görülmektedir. Negatif katsayıya sahip olan asit test oranında oluşacak 1 birimlik artış ise firma değerinde %1,29 oranında azalma sağlayacaktır. Elde edilen sonuçlar tüm bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğunu ( $P<0,05$ )göstermektedir.

Model 1: Likidite Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$LNFD1: \beta_0 + \beta_1CO + \beta_2ATO + \beta_3NO + \epsilon_i$$

$$LNFD1: 18.406 + 0.829CO -1.294ATO +0.603NO + \epsilon_i \quad (6)$$

**Tablo 4.** Firma Değeri Üzerinde Likidite Oranlarının Etkisi

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	T-İstatistiği	Olasılık Değerleri (P)
Bağımlı Değişken: Firma Değeri				
Yöntem: Çoklu Regresyon Analizi				
Dönem: 2012-2018				
Firma Sayısı: 7				
Toplam Gözlem Sayısı: 49				
C (Sabit Terim)	18,406	0,164	112,297	0,000
CO	0,829	0,245	3,392	0,002
ATO	-1,294	0,358	-3,621	0,000
NO	0,603	0,211	2,853	0,007
Belirlilik Katsayısı (R-Kare)	0,257	Bağımlı Değişken Ortalaması		18,468
Düzeltilmiş R-Kare	0,206	Bağımlı Değişken Standart Sapması		1,029
Regresyon Standart Hatası	0,917	Akaike Bilgi Kriteri		2,746
Hataların Kareleri Toplamı	36,152	Schwarz Kriteri		2,903
Log Olabilirlik	-60,523	Hannan-Quin Kriteri		2,805
F-İstatistiği	4,970	Durbin-Watson İstatistiği		0,792
P Değeri (F-İstatistiği)	0,005			

## B. MALİ YAPI ORANLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Mali yapı oranları ile firma değeri arasındaki ilişki düzeyinin belirlenmesi amacıyla yapılan istatistiksel analiz ve kurgulanan hipotez ( $H_2$ : Firmanın mali yapı oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır) sınanmıştır. Analiz sonuçları Tablo 5’de gösterilmektedir.

**Tablo 5. Firma Değeri Üzerinde Mali Yapı Oranlarının Etkisi**

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	T-İstatistiği	Olasılık Değerleri (P)
Bağımlı Değişken: Firma Değeri				
Yöntem: Çoklu Regresyon Analizi				
Dönem: 2012-2018				
Firma Sayısı: 7				
Toplam Gözlem Sayısı: 49				
C	17,470	38,609	0,452	0,653
FKO	11,044	13,283	0,831	0,411
BOO	-5,95E-05	0,002	-0,034	0,973
ÖK	6,040	13,350	0,452	0,653
KVYK	-9,291	36,260	-0,256	0,799
UVYK	-3,623	36,202	-0,100	0,921
KVB	-6,140	2,041	-3,008	0,005
UVB	-2,548	0,865	-2,947	0,005
Belirlilik Katsayısı (R-Kare)		0,414	Bağımlı Değişken Ortalaması	18,506
Düzeltilmiş R-Kare		0,312	Bağımlı Değişken Standart Sapması	1,050
Regresyon Standart Hatası		0,871	Akaike Bilgi Kriteri	2,714
Hataların Kareleri		30,387	Schwarz Kriteri	3,026
Toplamı		-57,136	Hannan-Quin Kriteri	2,832
Log Olabilirlik		4,039	Durbin-Watson İstatistiği	0,789
F-İstatistiği		0,002		
P Değeri (F-İstatistiği)				

Model 2: Mali Yapı Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$LNFD2: \beta_0 + \beta_1FKO + \beta_2BÖO + \beta_3ÖK + \beta_4KVYK + \beta_5UVYK + \beta_6KVB + \beta_7UVB + \epsilon_i$$

$$LNFD: 17.470 + 11.044 * FKO - 5.95E-05 * BOO + 6.040 * ÖK - 9.291 * KVYK - 3.623 * UVYK - 6.140 * KVB - 2.548 * UVB \quad (7)$$

Analiz sonucunda mali yapı oranlarının firma değeri üzerindeki etkisini gösteren çoklu belirlilik katsayısının ( $R^2$ ) 0,41 olduğu belirlenmiştir. Mali yapı oranlarının %41 düzeyinde açıklayıcılığa sahip olduğu firma değeri üzerinde önemli etki sahibi olduğu görülmektedir. Tahmin edilen regresyon denkleminin ve  $R^2$ 'nin anlamlılığının ölçüsü olan F istatistik değeri 4,039 olarak bulunmuş ve F istatistiğinin olasılık değeri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır ( $P < 0,05$ ).  $H_2$  hipotezi kabul edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar  $R^2$  değerinin anlamlı olduğunu bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %41 düzeyinde etkilediği belirlenmiştir. Belirlenen katsayılar dikkate alındığında finansal kaldıraç oranında oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde %11,04 düzeyinde, borç-özkaynak oranında oluşacak 1 birimlik artışın ise firma değeri üzerinde %6,04 düzeyinde bir artışa neden olacağı görülmektedir. Negatif katsayılarla sahip olan oranlar düzeyinde ise, kısa vadeli yabancı kaynak oranında oluşacak 1 birimlik artışın %9,29, uzun vadeli yabancı kaynak oranında oluşacak 1 birimlik artışın %3,62, kısa vadeli borç/toplam borç oranında oluşacak 1 birimlik artışın %6,14 ve uzun vadeli borç/toplam borç oranında oluşacak 1 birimlik artışın ise %2,54 düzeyinde firma değerinde bir azalışa neden olacağı görülmektedir. Elde edilen sonuçlar tüm bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu ( $P < 0,05$ ) göstermektedir.



### C. FAALİYET ORANLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Faaliyet oranları ile firma değeri arasındaki ilişki düzeyini belirlemek ve oluşturulan hipotezi ( $H_3$ :Firmanın faaliyet oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır) test edebilmek amacıyla yapılan istatistiksel analiz sonuçları Tablo 6’da gösterilmektedir.

**Tablo 6.** Firma Değeri Üzerinde Faaliyet Oranlarının Etkisi

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	T-İstatistiği	Olasılık Değerleri (P)
C	17,839	0,490	36,404	0,000
ADH	0,950	0,392	2,425	0,020
ALDH	0,166	0,058	2,881	0,006
SDH	-0,165	0,069	-2,391	0,021
ODH	-0,002	0,002	-1,221	0,229
Belirlilik Katsayısı (R-Kare)		0,383	Bağımlı Değişken Ortalaması	18,542
Düzeltilmiş R-Kare		0,327	Bağımlı Değişken Standart Sapması	1,070
Regresyon Standart Hatası		0,878	Akaike Bilgi Kriteri	2,674
Hataların Kareleri		33,926	Schwarz Kriteri	2,867
Toplamı		-60,521	Hannan-Quin Kriteri	2,747
Log Olabilirlik		6,819	Durbin-Watson İstatistiği	0,615
F-İstatistiği		0,000		
P Değeri (F-İstatistiği)				

Yapılan istatistiksel değerlendirme sonucunda faaliyet oranlarının bağımlı değişken üzerindeki etki derecesini gösteren çoklu belirlilik katsayısı ( $R^2$ ), 0,38 olarak belirlenmiştir. Firma değeri üzerinde faaliyet oranlarının %38 düzeyinde açıklayıcılığı bulunmaktadır. Tahmin edilen regresyon denkleminin ve  $R^2$ 'nin anlamlılığının ölçüsü olan F istatistik değeri 6,819 olarak bulunmuş ve F istatistiğinin olasılık değeri anlamlı çıkmıştır ( $P<0,05$ ). Dolayısıyla  $H_3$  hipotezi kabul edilmektedir. Elde edilen bu sonuçlar  $R^2$  değerinin anlamlı olduğunu bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %38 düzeyinde etkilediği belirlenmiştir. Aktif devir hızı ve alacak devir hızında oluşacak olumlu değişimlerin firma değerinde artışa neden olacağı, stok devir hızı ve öz sermaye devir hızında yaşanacak olumsuz değişimlerin ise firma değerini düşürecek olduğu görülmektedir. Aktif devir hızında yaşanacak 1 birimlik artış firma değerinde %0,95 düzeyinde, alacak devir hızında oluşacak 1 birimlik artış ise firma değeri üzerinde %0,16 düzeyinde olumlu etki gösterecektir. Tüm bağımsız değişkenler bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahiptir ( $P<0,05$ ).

Model 3: Faaliyet Oranlarının Firma Değeri Üzerinde Oluşturduğu Etki

$$LNFD3: \beta_0 + \beta_1ADH + \beta_2ALDH + \beta_3SDH + \beta_4\text{ÖDH} + \epsilon_i$$

$$LNFD: 17.839 + 0.950*ADH + 0.166*ALDH - 0.165*SDH - 0.002*ODH \quad (8)$$

#### D. KARLILIK ORANLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Firma değeri ile karlılık oranları arasında ilişki düzeyi ve çalışma amacıyla kurgulanan hipotez (H<sub>4</sub>: Firmanın karlılık oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır) sınanmıştır. Yapılan analiz sonucunda elde edilen regresyon modeli ve istatistiksel sonuçlar (Tablo 7) aşağıda gösterilmektedir.

Karlılık oranlarının firma değeri üzerindeki etkisini gösteren çoklu belirlilik katsayısının (R<sup>2</sup>) 0,33 düzeyinde hesaplanmıştır. Firma değeri üzerinde %33 düzeyinde açıklayıcılığa sahip olan karlılık oranları firma değeri üzerinde önemli etki sahibidir. Tahmin edilen regresyon denkleminin ve R<sup>2</sup>'nin anlamlılığının ölçüsü olan F istatistik değeri 4,126 olarak bulunmuş ve F istatistiğinin olasılık değeri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır (P<0,05). H<sub>4</sub> hipotezi kabul edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar R<sup>2</sup> değerinin anlamlı olduğunu bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %33 düzeyinde etkilediği belirlenmiştir. Katsayılar incelendiğinde net kar, aktif karlılığı ve brüt satış karı düzeyinde olacak olumlu değişimlerin firma değerine pozitif yönlü katkı yapacağı görülmektedir. Net kar oranında oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde %9,67 düzeyinde, aktif karlılığında oluşacak 1 birimlik artışın firma değeri üzerinde %4,24 düzeyinde ve brüt satış karında oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde %8,8 düzeyinde artışa neden olacağı görülmektedir. Sonuçlar tüm bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahiptir (P<0,05).

**Tablo 7. Firma Değeri Üzerinde Karlılık Oranlarının Etkisi**

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	T-İstatistiği	Olasılık Değerleri (P)
C	17,071	0,587	29,075	0,000
NK	9,671	3,515	2,751	0,009
OSK	-0,004	0,021	-0,201	0,841
AK	4,246	2,025	2,096	0,042
BSK	8,802	3,637	2,420	0,020
FK	-7,552	3,815	-1,980	0,054
Belirlilik Katsayısı (R-Kare)		0,330	Bağımlı Değişken Ortalaması	18,505
Düzeltilmiş R-Kare		0,249	Bağımlı Değişken Standart Sapması	1,050
Regresyon Standart Hatası		0,910	Akaike Bilgi Kriteri	2,766
Hataların Kareleri		34,778	Schwarz Kriteri	2,999
Toplamı		-60,376	Hannan-Quin Kriteri	2,854
Log Olabilirlik		4,126	Durbin-Watson İstatistiği	0,633
F-İstatistiği		0,004		
P Değeri (F-İstatistiği)				

$$\text{LNFD4: } \beta_0 + \beta_1\text{NK} + \beta_2\text{ÖSK} + \beta_3\text{AK} + \beta_4\text{BSK} + \beta_5\text{FK} + \epsilon_i$$

$$\text{LNFD: } 17.071 + 9.671*\text{NK} - 0.004*\text{OSK} + 4.246*\text{AK} + 8.802*\text{BSK} - 7.552*\text{FK} \quad (9)$$

-Tüm Oranlar Düzeyinde Oluşan Etki

Analiz kapsamında değerlendirilen finansal oranlarının tümünün firma değeri üzerinde nasıl bir etki sahibi oldukları ve ne düzeyde açıklayıcılık düzeyinde bulduklarının belirlenmesi ve oluşturulan hipotezin (H<sub>5</sub>: Firmanın tüm oranlarının firma değeri üzerinde etkisi vardır) sınanması için yapılan analiz sonuçları Tablo 8'de görülmektedir. Tüm oranların analize dahil edilmesi sonucunda oranların

firma değeri üzerindeki etkisini gösteren çoklu belirlilik katsayısının ( $R^2$ ) 0,82 olduğu görülmektedir. Tüm finansal oranlar firma değeri üzerinde %82 düzeyinde açıklayıcılığa sahiptir. Tahmin edilen regresyon denkleminin ve  $R^2$ 'nin anlamlılığının ölçüsü olan F istatistik değeri 6,340 olarak bulunmuş ve F istatistiğinin olasılık değeri anlamlı çıkmıştır ( $P<0,05$ ). Bu sonuç  $H_3$  hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir.  $R^2$  değerinin anlamlı olduğunu ve tüm oranların firma değerini %82 düzeyinde etkilediği belirlenmiştir. Tüm oranların bir arada değerlendirilmesi ile yapılan analiz sonucunda bazı oranlarda oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde önemli etki sahibi olduğu katsayıların incelenmesi ile görülmektedir. Özellikle mali yapı oranlarının sahip olduğu yüksek katsayılar firma değeri üzerinde ne düzeyde önemli olduklarını göstermektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynak oranında oluşacak 1 birimlik değişimin firma değerinde %43,47, finansal kaldıraç oranında oluşacak 1 birimlik değişimin firma değeri üzerinde %41,05, özkaynak oranında oluşacak 1 birimlik değişimin firma değerinde %40 ve kısa vadeli yabancı kaynak oranında oluşacak olan 1 birimlik değişimin firma değerinde %38,38 oranında değişim dikkat çekici boyuttadır. Bunun yanında net kar düzeyinde oluşacak 1 birimlik artışın firma değerinde %21,12 ve brüt satış karı düzeyinde oluşacak olan 1 birimlik değişimin ise %13,96 düzeyinde etki sahibi olduğu görülmektedir. Sonuçlar tüm bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahiptir ( $P<0,05$ ).

**Tablo 8. Tüm Oranların Firma Değerine Etki Düzeyi**

<b>Bağımlı Değişken: Firma Değeri</b>					
<b>Yöntem: Çoklu Regresyon Analizi</b>					
<b>Dönem: 2012-2018</b>					
<b>Firma Sayısı: 7</b>					
<b>Toplam Gözlem Sayısı: 49</b>					
<b>Değişkenler</b>	<b>Katsayılar</b>	<b>Standart Hatalar</b>	<b>T-İstatistiği</b>	<b>Olasılık Değerleri (P)</b>	
C	-67,191	32,527	-2,066	0,049	
CO	-0,215	0,176	-1,220	0,233	
ATO	0,262	0,211	1,239	0,226	
NO	-0,054	0,047	-1,158	0,258	
FKO	41,057	12,838	3,198	0,004	
BOO	-0,002	0,001	-1,938	0,064	
OK	39,999	13,437	2,977	0,006	
KVYK	38,382	26,802	1,432	0,164	
UVYK	43,468	26,607	1,633	0,114	
KVB	-0,335	2,093	-0,160	0,874	
UVB	-1,402	0,756	-1,855	0,075	
ADH	0,567	0,424	1,337	0,193	
ALDH	0,301	0,065	4,560	0,000	
SDH	-0,083	0,061	-1,363	0,185	
ODH	-0,178	0,079	-2,247	0,033	
NK	21,123	5,726	3,689	0,001	
OSK	-1,821	0,813	-2,240	0,034	
AK	-15,365	4,517	-3,401	0,002	
BSK	13,960	4,530	3,082	0,005	
FK	-4,036	2,091	-1,930	0,065	
Belirlilik Katsayısı (R-Kare)		0,822	Bağımlı Değişken Ortalaması	18,428	
Düzeltilmiş R-Kare		0,693	Bağımlı Değişken Standart Sapması	1,002	
Regresyon Standart Hatası		0,555	Akaike Bilgi Kriteri	1,960	
Hataların Kareleri		8,018	Schwarz Kriteri	2,756	
		-25,092	Hannan-Quin Kriteri	2,258	

Toplamı	6,340	Durbin-Watson İstatistiği	1,527
Log Olabilirlik	0,000		
F-İstatistiği			
P Değeri (F-İstatistiği)			

$$\text{LNFD5: } \beta_0 + \beta_1\text{CO} + \beta_2\text{ATO} + \beta_3\text{NO} + \beta_4\text{FK} + \beta_5\text{BÖO} + \beta_6\text{ÖK} + \beta_7\text{KVYK} + \beta_8\text{UVYK} + \beta_9\text{KVB} + \beta_{10}\text{UVB} + \beta_{11}\text{ADH} + \beta_{12}\text{ALDH} + \beta_{13}\text{SDH} + \beta_{14}\text{ÖDH} + \beta_{15}\text{NK} + \beta_{16}\text{ÖSK} + \beta_{17}\text{AK} + \beta_{18}\text{BSK} + \beta_{19}\text{FK} + \epsilon_i$$

$$\text{LNFD: } -67.191 - 0.215*\text{CO} + 0.262*\text{ATO} - 0.0542*\text{NO} + 41.0572*\text{FKO} - 0.002*\text{BOO} + 39.999*\text{OK} + 38.382*\text{KVYK} + 43.468*\text{UVYK} - 0.335*\text{KVB} - 1.402*\text{UVB} + 0.567*\text{ADH} + 0.301*\text{ALDH} - 0.083*\text{SDH} - 0.178*\text{ODH} + 21.123*\text{NK} - 1.821*\text{OSK} - 15.365*\text{AK} + 13.960*\text{BSK} - 4.036*\text{FK} \quad (10)$$

## V.SONUÇ

Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında faaliyet gösteren firmaların firma değeri ve finansal oranları arasında etki düzeyinin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmada firmaların 2012-2018 yılları arasındaki 7 yıllık finansal tablolarından yararlanılmıştır. Yapılan literatür taramasında firma değerinin belirlenmesine yönelik olarak en çok kullanılan 19 farklı finansal oran bağımsız değişken olarak belirlenmiş ve finansal tablolardan yararlanılarak hesaplanmıştır. Bağımlı değişken olan firma değeri ise ilgili firmaların her yılın son işlem günü hisse senedi fiyatları ve sermayeleri temel alınarak hesaplanmıştır. Kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında faaliyet gösteren firmaların firma değeri ve finansal oranlar arasında oluşan etki düzeyinin belirlenmesi amacıyla, finansal oran grupları dikkate alınarak hipotezler oluşturulmuş ve regresyon analizi ile ölçümler yapılmıştır.

Yapılan çalışma sonucunda kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında, oran grupları düzeyinde, likidite oranlarının firma değeri üzerinde %25,7 düzeyinde, mali yapı oranlarının %41,4 düzeyinde, faaliyet oranlarının %38,3 düzeyinde ve karlılık oranlarının %33 düzeyinde açıklayıcılığa sahip oldukları belirlenmiştir. Tüm oranların birlikte değerlendirilmesi sonucunda ise açıklayıcılık düzeyi %82 olarak belirlenmiştir. Likidite, mali yapı, faaliyet, karlılık ve tüm oranlar düzeyinde firma değeri ile anlamlı ilişkiler olduğu saptanmıştır. Bu nedenle H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub>, H<sub>3</sub>, H<sub>4</sub> ve H<sub>5</sub> hipotezleri kabul edilmiştir.

Likidite oranları içinde her üç oranında firma değeri ile anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu (P<0,05), asit-test oranının ilişki yönünün negatif olduğu belirlenmiştir. Cari oran ve nakit oranında meydana gelecek artış firma değerine olumlu katkılar yapacak ancak asit-test oranında oluşacak olan artış firma değerini azaltıcı etkiye neden olacaktır.

Mali yapı oranları düzeyinde analiz kapsamına alınan 7 adet finansal oranın 2 adedinin firma değeri ile anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu (P<0,05), 5 adedinin ise anlamlı olmadığı görülmektedir. Anlamlı ilişki boyutuna sahip olan kısa vadeli ve uzun vadeli borç oranları firma değeri ile negatif yönlü bir ilişki düzeyine sahiptir. Bu doğrultuda borç yapılarında oluşacak olan artış firma değerini azaltıcı bir etki gösterecektir.

Firmaların faaliyet oranları ile firma değeri arasındaki ilişki düzeyi dikkate alındığında analiz kapsamında yer alan 4 oranın 3 adedinin anlamlı bir ilişki düzeyine sahip olduğu görülmektedir (P<0,05). Anlamlı ilişki düzeyine sahip olan oranlardan alacak devir hızı ve aktif devir hızının pozitif yönlü ilişki düzeyi bu oranlarda oluşacak bir artışın firma değerine olumlu katkı yapacak olduğunu

göstermektedir. Negatif yönlü bir etki sahibi olan stok devir hızında oluşacak olan artış ise firma değerini azaltıcı bir rol oynayacaktır.

Karlılık oranları düzeyinde yapılan analiz sonucunda 3 oranın anlamlı ilişki gösterdiği görülmektedir. Her üç oranda pozitif yönde firma değerine etki göstermektedir. Oranlarda oluşacak artış firma değerini artırıcı bir rol oynayacaktır.

Tüm oranlar birlikte değerlendirildiğinde firma değeri ile anlamlı ilişki sahibi olan oran sayısının 8 adet olduğu görülmektedir ( $P < 0,05$ ). Bu oranlardan finansal kaldıraç oranı, öz sermaye oranı, alacak devir hızı, net kar ve brüt satış karı oranlarının firma değeri üzerinde pozitif yönlü etki sahibi oldukları ve bu oranlarda oluşacak artışın firma değerini artırıcı bir etki gösterecek olduğu görülmektedir. Negatif yönde anlamlı ilişki gösteren öz sermaye devir hızı, öz sermaye karlılığı ve aktif karlılık oranlarında oluşacak artış ise firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir. Çalışma sonucunda elde edilen veriler dikkate alındığında benzer nitelikte yapılmış olan çalışmaların bir kısmı ile uyumlu sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Modigliani ve Miller tarafından yapılan çalışmada kullanılan oranların firma değerine bir katkı sağlamadığı yönünde belirlenen sonuç, çalışmamızda katkı sağlamadığı belirlenen oranlar ile aynı yönde sonuçlar göstermiştir. Ayrıca Yenice, Yücel ve Özaltın tarafından yapılan ve farklı oranların etkilerinin değerlendirildiği sonuçla uyumlu sonuçlar elde edilmiştir.

Tarihsel süreç içinde kar maksimizasyonu amacının yerini alan firma değerinin maksimum seviyeye çıkarılması hedefi birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bu faktörlerden bazıları firmaların kontrol edemeyecek olduğu genel ekonomik ve siyasal ortamlardan kaynaklanabileceği gibi, bir kısmı da firmaların kontrol edebileceği değişken ve faktörlerden kaynaklanabilmektedir. Firmalar mevcut şartları dikkate alarak faaliyette bulunurken, kendi finansal yapılarını oluşacak tehdit ve tehlikelere karşı uygun konuma getirmek zorundadırlar. Bu doğrultuda firma değerlerini sürekli üst seviyede tutabilir ve sürdürülebilir bir başarı sahibi olabilirler. Firma değeri ve ilişkili olan finansal oranların belirlenmesi amacıyla yapılan analizler kağıt ve kağıt ürünleri sanayi alanında faaliyet gösteren firmaların firma değerlerini en iyi noktaya taşıyabilmek için dikkate almaları gereken finansal oran ve finans kalemlerini tanımlamaktadır. Firma değeri ile pozitif ve negatif yönde anlamlı ilişkiler gösteren oranların dikkatle incelenmesi ve finansal açıdan alınabilecek önlemlerin başarı ve firma değeri için uygulamaya geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

## VI.KAYNAKLAR

[1] Ö.F. Biçen ve H. Sezgin, “Finansal Oranların Firma Değeri Üzerindeki Etkileri: Borsa İstanbul Bilişim Sektörüne Yönelik Bir Panel Veri Analizi”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, c.15 s. 3, ss. 25-41, 2017.

[2] M.K. Ercan ve Ü. Ban, *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Ankara, Türkiye: Gazi Kitabevi, 2005, ss. 190-195.

[3] Y. Ayrıçay, “Türk Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BIST’de Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss. 53-69, 2014.

[4] M. Çalı, “Türkiye’de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler”, Yüksek Lisans tezi, Niğde Üniversitesi, Niğde, Türkiye, 2015.

- [5] A.V. Çam, “Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB’ ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, Doktora tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Selçuk Üniversitesi, Konya, Türkiye, 2010.
- [6] R.A. Kerin ve R. Sethuraman, “Exploring The Brand Value-Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies”, *Academy of Marketing Science*, vol. 26, no. 4, pp. 260-273, 1998.
- [7] N. Chambers, *Firma Değerlemesi*, Avcıol Basım Yayın, Birinci Basım, İstanbul, 2005, ss. 15-20.
- [8] M. Düzer, “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB’ de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın, Türkiye, 2008.
- [9] Y. Aydın, “Firma Değerleme Yöntemleri”, *Kırıkkale Üniversitesi, İİBF Dergisi*, c.1 s.1, ss.87-110, 2012.
- [10] A.V. Çam, “Politik Riskin Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB’ ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, c. 15 s. 1, ss. 109-122, 2014.
- [11] A.O. Gürbüz ve Y. Ergincan, *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- [12] A. Karavardar, “Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Marmara Üniversitesi, İstanbul, Türkiye, 2003.
- [13] F. Modigliani ve M.H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment”, *The American Economic Review*, vol. 3, no.48, pp. 261-297, 1958.
- [14] R.W. Masulis, “The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates”, *The Journal of Finance*, vol.1, no.38, pp. 107-126, 1983.
- [15] İ. Yücel, “Türkiye’deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”, Yüksek Lisans tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Atatürk Üniversitesi, Erzurum, Türkiye, 2001.
- [16] S. Yenice, “Sermaye Yapısının Finansal Verimliliği ve Cari Değer Üzerine Etkisi ve İMKB’ de Test Edilmesi”, Yüksek Lisans tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2001.
- [17] E.E. Akın, “Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti ile Firma Değeri İlişkisi ve İMKB’ de Uygulaması”, Yüksek Lisans tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Gazi Üniversitesi, Ankara, Türkiye, 2004.
- [18] O. Özaltın, “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’ de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, Türkiye, 2006.
- [19] M. Aktaş, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, c.37 s.2, ss. 137-150, 2008.
- [20] M. Altan and F. Arkan, “Relationship Between Firm Value and Financial Structure: A Study on Firms in ISE Industrial Index”, *Journal of Business and Economics Research*, vol.9 no.9, pp. 61-66, 2011.

- [21] E. Birgili ve M. Düzer, “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Journal of Accounting & Finance*, ss.74–83, 2010.
- [22] Ç.G. Gemici, “Mali Oranların Firma Değerine Etkisinin Analizi”, Yüksek Lisans tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara Üniversitesi, Ankara, Türkiye, 2010.
- [23] F. L. Lin and T. Chang, “Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis”, *Applied Economics*, vol.46, pp. 117-128, 2011.
- [24] K. Sharma, “Identifying Relationship Between Capital Structure and Value of the Firm for Indian Pharmaceutical Companies”, *The Journal Contemporary Management Research*, vol.6, no. 2, pp. 77-85, 2012.
- [25] A.A.Pouraghajan ve F. Zabihi, “An Investigation on the Effects of Debt, Firm Size and Liquidity on Sensitivity of Investment-Cash Flow: A Case Study of Tehran Stock Exchange”, *Management Science Letters*, vol. 3, pp. 1683-1688, 2013.
- [26] A. Savsar “Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir Uygulama”, Yüksek Lisans tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Tokat, Türkiye, 2012.
- [27] Z. Temizer, “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BIST’ te Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon, Türkiye, 2015.
- [28] Kamu Aydınlatma Platformu (KAP), (2019, 27 Şubat-Mart). [Online]. Erişim: <http://www.kap.org.tr>
- [29] Borsa İstanbul, (2019, 25 Şubat).[Online]. Erişim: [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)
- [30] A. Levin, C. Lin, C. Chu ve C, “Unit, Root Tests in Panel Data: Asymtotic and Finite-Sample Properties”, *Journal of Econometrics*, vol. 108, no. 1-24, 2008.
- [31] H. Bircan ve Y. Karagöz, “Box-Jenkins Modelleri ile Aylık Döviz Kuru Tahmini Üzerine Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c. 6, s.2, ss. 49-62, 2003.