

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI**

**FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLAR İLE FİRMA DEĞERİ
İLİŞKİSİ: BIST’TE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Zekiye TEMİZER

**MAYIS 2015
TRABZON**

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI**

**FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLAR İLE FİRMA DEĞERİ
İLİŞKİSİ: BİST’TE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Zekiye TEMİZER

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ahmet KURTARAN


**MAYIS 2015
TRABZON**

ONAY

Zekiye TEMİZER tarafından hazırlanan “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BIST’te Bir Uygulama” adlı bu çalışma 29/05/2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı’nda **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.



Doç. Dr. Ahmet KURTARAN (Başkan/Danışman)



Doç. Dr. Bünnyamin ER



Doç. Dr. Ekrem CENGİZ

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. 29/05/2015

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Zekiye TEMİZER

29/05/2015

ÖNSÖZ

Finansal analiz tekniklerinden en çok kullanılanı oran analizidir. Bu yöntem ile firmaların likiditesi, karlılığı, finansal yapısı gibi birçok konuda bilgi sahibi olunabilir. Dolayısıyla; finansal analizde kullanılan oranların firma değeri üzerindeki etkisi incelenmeye değer bulunmuştur. Bu tezin hazırlanması için desteğini ve yardımlarını benden esirgemeyen, değerli danışman hocam Doç. Dr. Ahmet KURTARAN'A teşekkürü bir borç bilirim. Tez dönemim boyunca beni hep destekleyen ve çıktığım bu yolda bana hep inanan biricik aileme; annem Nazife TEMİZER'E, babam Şakir TEMİZER'E ve kardeşim Rabia TEMİZER'E çok teşekkür ederim. Ayrıca; bu yoğun ve stresli olan dönemimde bana sabırla yaklaşan, destekleriyle yanımda olan en yakın arkadaşlarım Şükran DANIŞ ve Tuba AKÇA'YA da çok çok teşekkür ederim.

Trabzon, Mayıs 2015

Zekiye TEMİZER

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	X
ABSTRACT	XI
TABLolar LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ	IV
GİRİŞ.....	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL ANALİZ VE FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLAR	3-37
1.1. Finansal Analiz	3
1.1.1. Finansal Analizin Tanımı ve Önemi	3
1.1.2. Finansal Analizin Kapsamı ve Amacı	4
1.2. Finansal Analiz Çeşitleri.....	7
1.2.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri.....	7
1.2.1.1. Statik Analiz	8
1.2.1.2. Dinamik Analiz	8
1.2.2. Yapılma Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri	9
1.2.2.1. Yönetim Analizi.....	9
1.2.2.2. Kredi Analizi.....	10
1.2.2.3. Yatırım Analizi	10
1.2.3. Analizi Yapan Kişinin Durumuna Göre Finansal Analiz Çeşitleri	11
1.2.3.1. İç Analiz.....	11
1.2.3.2. Dış Analiz	12

1.3. Finansal Analiz Teknikleri (Yöntemleri).....	12
1.3.1. Karşılaştırılmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)	13
1.3.2. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)	14
1.3.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)	15
1.3.4. Oran Yöntemi ile Analiz (Oran Analizi)	16
1.3.4.1. Likidite Oranları	17
1.3.4.1.1. Cari Oran.....	19
1.3.4.1.2. Asit-Test Oranı.....	20
1.3.4.1.3. Nakit Oran.....	22
1.3.4.2. Faaliyet Oranları	22
1.3.4.2.1. Alacak Devir Hızı	23
1.3.4.2.2. Stok Devir Hızı	25
1.3.4.2.3. Aktif Devir Hızı.....	26
1.3.4.2.4. Özsermaye Devir Hızı.....	26
1.3.4.3. Karlılık Oranları.....	27
1.3.4.3.1. Satışlara Göre Karlılığı Gösteren Oranlar.....	27
1.3.4.3.1.1. Brüt Kar Marjı.....	28
1.3.4.3.1.2. Faaliyet Kar Marjı	28
1.3.4.3.1.3. Net Kar Marjı	29
1.3.4.3.2. Yatırımlara Göre Karlılığı Gösteren Oranlar	30
1.3.4.3.2.1. Aktif Karlılığı.....	30
1.3.4.3.2.2. Özsermaye Karlılığı	31
1.3.4.4. Finansal Yapı Oranları.....	31
1.3.4.4.1. Borçlanma Oranı (Toplam Borç Oranı)	32
1.3.4.4.2. Borç-Özsermaye Oranı	33
1.3.4.4.3. Kısa Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı.....	34
1.3.4.4.4. Uzun Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı	34
1.3.4.4.5. Faiz Karşılama Oranı	35
1.3.4.5. Borsa Performans Oranları	35
1.3.4.5.1. Fiyat/Kazanç Oranı	36
1.3.4.5.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	36
1.3.4.5.3. Hisse Başına Kar Oranı.....	37

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİRMA DEĞERİ KAPSAMI, FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR.....	38-77
2.1. Firma Değeri Kapsamı.....	38
2.1.1. Firmanın Amacı.....	38
2.1.2. Firma Değeri Kavramı ve Önemi.....	39
2.1.2.1. Firma Değeri Kavramı.....	39
2.1.2.2. Firma Değerinin Önemi.....	40
2.2. Firma Değerleme Yaklaşımları ve Yaklaşımlara Ait Yöntemler.....	42
2.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	43
2.2.1.1. Defter Değeri Yöntemi.....	44
2.2.1.2. Tasfiye Değeri Yöntemi.....	45
2.2.1.3. Yerine Koyma Değeri Yöntemi.....	46
2.2.1.4. İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi.....	46
2.2.1.5. Net Aktif Değeri Yöntemi.....	47
2.2.2. Gelir Yaklaşımı.....	48
2.2.2.1. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi.....	49
2.2.2.2. Ekonomik Katma Değer Yöntemi.....	49
2.2.2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	51
2.2.3. Piyasa Yaklaşımı.....	55
2.2.3.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi.....	57
2.2.3.2. Fiyat/Nakit Akımı Yöntemi.....	58
2.2.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi.....	59
2.2.3.4. Fiyat/Satış Oranı Yöntemi.....	60
2.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler.....	61
2.3.1. Ekonomi İle İlgili Faktörler.....	61
2.3.1.1. Gayri Safi Milli Hasıla.....	62
2.3.1.2. Faiz Oranları.....	62
2.3.1.3. Enflasyon Oranı.....	62
2.3.1.4. Para Arzı.....	63
2.3.1.5. İstihdam Düzeyi.....	64
2.3.2. Endüstri İle İlgili Faktörler.....	64
2.3.3. Firma İle İlgili Faktörler.....	65
2.3.3.1. Yönetim Kadrosunun Firma Değerine Etkisi.....	65

2.3.3.2. Likidite Derecesinin Firma Değerine Etkisi	66
2.3.3.3. Varlıkların Etkin Kullanılmasının ve Çalışma Sermayesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi.....	66
2.3.3.4. Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi.....	67
2.3.3.5. Sermaye Yapısının Firma Değeri Üzerine Etkisi	68
2.3.3.5.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	68
2.3.3.5.2. Net Gelir Yaklaşımı	70
2.3.3.5.3. Geleneksel Yaklaşım.....	71
2.3.3.5.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	73
2.3.3.6. Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi.....	75
2.3.3.6.1. Kar Payı İlgisizliği Teorisi.....	75
2.3.3.6.2. Eldeki Kuş Teorisi	76

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ	78-99
3.1. Çalışmanın Amacı.....	78
3.2. Literatür Taraması.....	78
3.3. Çalışma Verileri ve Değişkenleri.....	85
3.3.1. Çalışmada Kullanılan Veriler	85
3.3.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler	86
3.3.2.1. Bağımlı Değişken	86
3.3.2.2. Bağımsız Değişkenler	86
3.4. Çalışmanın Yöntemi ve Hipotezler.....	87
3.5. Çoklu Regresyon Analizi ve Modele Ait Varyanslımlara İlişkin Yapılan Testler	88
3.5.1. Çoklu Regresyon Analizi.....	88
3.5.2. Modele Ait Varsayımlara İlişkin Yapılan Testler	90
3.5.2.1. Normal Dağılım Testi	90
3.5.2.2. Değişen Varyanslılık Testi	91
3.5.2.3. Otokorelasyon Testi.....	92
3.6. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları	94

SONUÇ	100
YARARLANILAN KAYNAKLAR	105
EKLER	118
ÖZGEÇMİŞ	120

ÖZET

Günümüzde firmaların esas amacı firma değeri maksimizasyonu olmuştur. Firma değeri; firmanın cari durumu, finansal pozisyonu, karlılığı, faaliyetleri gibi birçok faktör tarafından etkilenmektedir.

Bu çalışmada, finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Çalışma, 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve verilerine düzenli olarak ulaşılabilen 45 firmayı kapsamaktadır. Bununla birlikte çalışmada; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunmuş olan ancak faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı; bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışmadaki bağımlı değişken firma değeri iken; bağımsız değişkenler ise cari oran, asit-test oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, borç-özsermaye oranı ve faiz karşılama oranıdır. Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Analiz ile birlikte, asit-test oranı ve aktif karlılığı ile firma değeri arasında anlamlı-pozitif bir ilişki, cari oran ile firma değeri arasında ise anlamlı-negatif bir ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte, finansal analizde kullanılan diğer oranlar ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal oranlar, Firma değeri, Çoklu regresyon analizi.

ABSTRACT

The main purpose of firms in these days has become maximization of firm value. Firm value has been affected by many factors as current condition, financial position, profitability and activities.

In this research, it was examined whether there is a relationship between financial ratios are used in financial analysis and firm value. This research includes 45 firms that constantly has listed in BIST-100 index between the years 2008 and 2012 and orderly can be accessed their datas. In addition, it has listed in BIST-100 index between 2008 and 2012 years, but due to different activity and balance sheet structures; banks, insurance companies and real estate investment trusts are out of analysis scope. While the dependent variable is firm value in this study; independent variables are current ratio, acid-test ratio, inventory turnover, accounts receivables turnover, equity turnover, operating profit margin, net profit margin, return on assets, return on equity, debt to equity ratio and interest coverage ratio. The relationship between variables was examined by Multiple Regression Analysis. With analysis, it has been concluded that there is a significant-positive relationship between acid-test ratio, return on assets and firm value and a significant-negative relationship between current ratio and firm value. However, it has not found a significant relationship between other ratios are used in financial analysis and firm value.

Key Words: Financial ratios, Firm value, Multiple regression analysis.

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Finansal Analiz Tarafları ve Amaçları	6
2	Firma Değerini Etkileyen Değişkenler	40
3	Firma Değerleme Yaklaşımları ve Yaklaşımlara Ait Yöntemler	42
4	Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Hakkındaki Kuramsal Görüşlerin Özeti.....	75
5	Analizde Kullanılan Bağımsız Değişkenler ve Değişkenlerin Hesaplanış Şekilleri	87
6	Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları	95
7	Analizde Kullanılan Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi	98
8	Hipotezlerin Sonuçları	98

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	İNA Yöntemi'nde Değerleme Süreci	53
2	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	69
3	Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	71
4	Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	72
5	Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	73

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Serpilme Grafiği	92

KISALTMALAR LİSTESİ

BIST	: Borsa İstanbul
EKD	: Ekonomik Katma Değer
EKK	: En Küçük Kareler
F/K	: Fiyat/Kazanç
FSNA	: Firmaya Serbest Nakit Akımları
F/NA	: Fiyat/Nakit Akımı
F/S	: Fiyat/Satış
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
K-S	: Kolmogorov-Smirnov
MM	: Modigliani-Miller
ÖSNA	: Özsermaye Serbest Nakit Akımları
SPSS	: Statistical Package For The Social Sciences
VSFK	: Vergi Sonrası Faaliyet Karı

GİRİŞ

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

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

Kar maksimizasyonu amacına getirilen eleştiriler ve küreselleşmeye bağlı olarak ortaya çıkan değere dayalı yönetim anlayışı ile birlikte, firma amacı da değişikliğe uğramıştır. Yaşanan gelişmelere bağlı olarak artık bir firmanın esas amacı kar maksimizasyonu değil, hisse senedi piyasa değerini; yani firma değerini maksimum kılmaktır.

Firma değerinin önem kazanmasıyla birlikte, firma ile ilişkili olan çıkar grupları (yatırımcılar, kreditorler, vb.) da firmanın değerini bilmek isteyeceklerdir. Firma değeri üzerinde, firmanın çeşitli konularda alacağı kararlar etkili olacaktır. Bu kararlar; firmanın likidite durumu, varlıklarının etkin kullanılması, finansal yapısı, karlılık durumu ile ilgili olabilir. Firmanın bu finansman kararlarının göstergelerine ise finansal analiz yapılarak ulaşılabilir.

Finansal analiz, firmanın finansal tablolarındaki verilerine dayanılarak yapılır. Finansal analizin yapılabilmesi için bazı tekniklerden yararlanır. Bu tekniklerden en çok kullanılanı, oran analizidir. Bu yöntem; likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet

oranları, karlılık oranları ve borsa performans oranları olarak sınıflandırılabilir. Dolayısıyla oran analizleri yoluyla; firmanın iktisadi ve finansal yapısı, karlılığı, verimliliği, iktisadi varlıkların etkin kullanımı, likiditesi vb. konularda önemli ve anlamlı bilgiler elde edilir. Buna bağlı olarak, finansal analizde kullanılan oranların firma değeri üzerindeki etkisi incelenmeye değer bulunmuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde; finansal analiz kavramı, finansal analiz çeşitleri ve finansal analiz teknikleri üzerinde durulmuştur. Finansal analiz tekniklerinden biri olan oran analizinden ve oran analizi türlerinden detaylı bir şekilde bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; firma değeri kavramından ve öneminden bahsedilmiş, daha sonra firma değerlendirme yaklaşımları ve firma değerini etkileyen unsurlar üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın üçüncü ve son kısmında, firma değeri ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla, 2008-2012 dönemi boyunca sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve verilerine düzenli olarak ulaşılabilen 45 firmanın finansal verileri kullanılmıştır. Bununla birlikte çalışmada; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunmuş olan ancak faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı; bankalar, sigorta şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür. Analiz yapıp, sonuçların yorumlanmasına geçilmeden önce yönteme ait her bir varsayım test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda modelde otokorelasyon sorunu ile karşılaşmıştır. Bu sorunu çözmek için, Cochrane-Orcutt yöntemi kullanılmış ve problem ortadan kaldırılmıştır. Daha sonra, elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL ANALİZ VE FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLAR

1.1. Finansal Analiz

1.1.1. Finansal Analizin Tanımı ve Önemi

Firmaların varlıklarını devam ettirebilmeleri, kar yaratmaları, bu karı sürdürülebilir kılmaları ve nihai amaç olan firma değerini maksimum kılmaları açısından finansal analiz önemli bir yere sahiptir.

Finansal analiz, firmanın yönetimi açısından; firma faaliyetlerinde etkinlik ve başarı derecesini ölçmede, geleceğe ait planlar hazırlamada, firma faaliyetlerini kontrol ve değerlendirmede, firma faaliyetlerinin her sürecinde doğru ve düzeltici kararlar almada büyük önem taşır (Savsar, 2012: 5).

Finansal analiz, finansman kararlarının alınmasında ve bu kararlara yön verilmesinde büyük katkılar sağlar. Bu fonksiyon firmaların finansal etkinliğini ölçme amacıyla gerekli verileri toplayan ve yorumlayan bir fonksiyondur (Düzer, 2008: 4).

Finansal analiz, iyi bir finansal planlama yapmak için de kullanılır. Sağlıklı bir planlama yapabilmek için firmanın içinde bulunduğu durumun iyi analiz edilmesi gerekir. Başka bir deyişle, bir firmanın durumu bilinmeden, finansal planlama ve denetim yapılması mümkün değildir.

Finansal analiz, gelecekteki nakit akımlarının riskini, zamanını ve büyüklüğünü belirlemek için muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlanan finansal tabloların analizini kapsar (Pinches, 1990: 46). Temel finansal tablolar, bilanço ve gelir tablosudur. Finansal

tablolar, bir firmanın belirli bir dönemdeki faaliyetlerinin finansal olarak özetini, ilgili kişi ve kuruluşlara sunmak için düzenlenirler. Böylece ilgililer, firma ile ilgili ayrıntı bilgiye sahip olurlar. Dolayısıyla finansal tablolar, firmanın finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilgili önemli bilgiler verirler. Ancak bu tablolardaki verilerin belirli tekniklerle analizinin yapılması gerekir. Eğer belirli teknikler yardımıyla bu tablolardaki veriler analiz edilmez ise, firmanın ekonomik yapısı ile ilgili sonuçları anlamak ve doğru yorumlamak mümkün olmaz.

Bu anlamda finansal analiz; bir firmanın finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini saptamak ve firma ile ilgili geleceğe dönük tahminde bulunabilmek için, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi sürecidir (Tutar, 2007: 12). Dolayısıyla, finansal tablolardan elde edilen verilerin analiz edilmesiyle, firmanın hem bugünkü hem de geçmişteki durumu değerlendirilebilecek ve değerlendirme sonucunda elde edilen bilgiler yardımıyla da firmanın geleceği ile ilgili öngörülerde bulunulabilecektir.

1.1.2. Finansal Analizin Kapsamı ve Amacı

Finansal analiz geniş anlamda, temel ve ek finansal tabloların analizini kapsarken, dar anlamda sadece temel finansal tablolar olarak da adlandırılan, bilanço ve gelir tablosu analizini kapsamaktadır (Arat, 2005: 75).

Finansal analiz, bir firmanın finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin kurulmasını, değerlendirilmesini ve elde edilen sonuçların yorumlanmasını sağlayan bir araçtır.

Finansal analizin amaçları şunlardır (Atmaca, 2010: 40):

- Bir firmanın hesap dönemine ait finansal tablolarının analiz edilmesi, böylece varlık veya sermaye konularında firmanın sonuçlarının değerlendirilmesi,
- Bir firmanın geçmiş hesap dönemine ait finansal tablolarının analiz edilmesi suretiyle o firmanın gelişim seyrinin saptanması,

- Bir firmanın finansal tablolarının, aynı iş kolundaki (sektörel) firmaların finansal sonuçları ile karşılaştırmasının sağlanması ve böylece sektörel açıdan firmanın durumunun saptanması,
- Kredi isteyen firmaların kredi verilebilirlik ve bu kredinin geri ödeme durumunun belirlenmesi,
- Firmanın yeni ya da genişleme (tevsî) yatırımlarına karar verilebilmesine yardımcı olunması olarak sıralanabilir.

Finansal analiz sonucunda elde edilen veriler, firma içi çıkar gruplarına (yönetim, vb.) olduğu kadar firma dışındaki kişilere ve kurumlara (yatırımcılar, devlet, sendikalar, vb.) da önemli ve yararlı bilgiler sağlar. Bu kişi ve kurumlar, analiz sonucunda elde ettikleri bilgileri, firma ile ilgili kararlar alırken kullanırlar. Ancak her bir çıkar grubunun firmadan beklentisi farklı olduğu için, her bir çıkar grubu kendi amacına göre finansal analiz yapar. Finansal analizden faydalanan kişi ve kurumlar, amaçlarına göre şu şekilde sınıflandırılabilir;

Firmaya Kredi Verenler (Kreditörler): Firmaya kredi kullandıracak olan finans kuruluşları, firmanın kredi değerliliğini öğrenmek için firmaları finansal analize tabi tutarlar. Bu yaklaşımlarını, kısa ve uzun vadeli olarak ele alırlar. Kısa vadeli borç verenler (bankalar, satıcılar) firmanın likiditesi ile ilgilenirler. Çünkü kısa vadeli borç verenler, firmanın zamanında borcunu ödeyip ödeyemeyeceğini öğrenmek isterler. Uzun vadeli kredi sağlayanlar ise, firmanın likiditesinden ziyade, firmanın sermaye yapısı ile ilgilenirler. Onlar için önemli olan firmanın faiz ve anaparasını zamanında ödeyip ödeyemeyeceği konusudur.

Hissedarlar (Firmanın Ortakları): Firmanın hisse senetlerini alarak firmaya ortak olan hissedarlar, firmanın gelecekteki getirilerini ve risklerini öğrenmek için finansal tablolardan yararlanırlar. Böylece hissedarlar elde edecekleri sonuçlara göre, hisselerini elde tutarlar, satarlar veya yenisini alırlar.

Potansiyel Yatırımcılar: Halka açık, hisse senetleri borsada işlem gören firmalar, finansal tablolarını kamuoyu ile paylaşmak zorundadır. Potansiyel yatırımcılar da bu tabloları analiz ederek, firmanın kazancını ve büyüme hızını öğrenmeye çalışırlar.

Firma Yöneticileri: Firma yönetiminin bizzat kendisi de finansal tabloları inceleme ve analiz etme ihtiyacı duyar. Firma yöneticileri firma içi birtakım bilgi ve raporlara sahip olsalar da, firmanın zayıf ve güçlü yanları hakkında bazı bilgilere tam olarak sahip olamazlar. İşte bu yönüyle finansal analiz, finansal tablolarda saklı olarak yer alan bu bilgilere yeni ve önemli olanlarını eklemek suretiyle, firma yönetimine önemli katkılar sağlar (Özdemir, 1997: 30-31). Ayrıca firma yöneticileri, firmanın mevcut durumunu görebilmek, finansal planlamayı gerçekleştirebilmek ve firma faaliyetlerini düzenleyebilmek için de finansal analize başvururlar.

Kamu Kurumları: Vergi Daireleri, Sosyal Güvenlik Kurumu gibi kamu kuruluşları, firmaların zamanında vergi borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğini tespit etmek amacıyla, finansal analizden yararlanırlar.

Sendikalar: Sendikalar; çalışanların haklarını korumak, firma ile ilgili görüşlerini yöneticilere bildirebilmek amacıyla, finansal analize ihtiyaç duyarlar.

Yukarıda bahsedilen finansal analizin tarafları ve tarafların analizi yapmaktaki amaçları Tablo 1’de de gösterilmiştir.

Tablo 1: Finansal Analiz Tarafları ve Amaçları

Analizle İlgili Taraf	Analizin Amacı	İlgi Alanı
Kısa vadeli borç veren	Kredi Güveni	Likidite, Döner Sermaye ve Firmanın Kısa Vadeli Borçlarını Ödeme Kapasitesi
Uzun vadeli borç veren	Kredi Güveni	Firmanın Borcunu Ödeyebilme Yeterliliği
Hissedar (Yatırımcı)	Yatırım Verimi	Firmanın Karlılığı, Hisse Başına Kazanç, Hisse Başına Kar Payı Tutarı
Yönetim	Verimlilik, Karlılık Oranı, İç Kontrol, Finansal Sağlıklı Büyüme	Toplam Aktiflerin Verimlilik Oranı, Özsermayenin Verimlilik Oranı
Hükümet	Gelir vergisi, Verimlilik	Katma Değer, Hisse Başına Kazanç, Muhasebe Düzenine Uyum

Kaynak: Türko, 1999: 98

Finansal analiz yoluyla sağlanan bilgiler, firma yönetimi ile ilgili çeşitli konularda alınan kararların da temelini oluşturur. Bu yüzden finansal analizin amacına ulaşabilmesi

için analizi yapacak kişi ve kurumların muhasebe ilke ve uygulamaları bilmeleri, analizi gerçekleştirirken firmanın içinde bulunduğu tüm ekonomik ve sektörel durumları göz önünde bulundurmaları ve finansal tablolarda yer alan verilerin doğruluğundan emin olmaları gerekir.

1.2. Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz çeşitleri genel olarak analizin kapsamına, amacına ve analizi yapan kişinin firmanın içinde veya dışında olması durumuna göre üçe ayrılmaktadır. Bunlar;

- Kapsamına göre finansal analiz
- Amacına göre finansal analiz
- Analizi yapanın durumuna göre finansal analizdir.

1.2.1. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Kapsamına göre finansal analiz çeşitleri, statik ve dinamik analiz olmak üzere iki gruba ayrılır. Aşağıda bunlar kısaca açıklanmıştır.

1.2.1.1. Statik Analiz

Bir firmanın belirli bir tarihte düzenlenmiş finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin incelenmesine “statik analiz” denir. Statik analiz tek bir dönem için yapılır. Dolayısıyla firmanın tek bir dönemine ait finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına, bu analiz ile ulaşılır.

Statik analiz yoluyla toplam aktiflerin, döner değerlerin, toplam borçların, kısa vadeli borçların ve sermayenin yapısı hakkında yüzdeler halinde bilgiler edinildiği gibi, net satış hasılatına nazaran, kar ve zarar tablosunda yer alan diğer kalemlerin büyüklüklerinin ve durumlarının ne olduğu da görülür (Koç, 1967: 57).

Statik analiz; firmanın cari faaliyet dönemindeki likidite durumu, karlılığı, faaliyetlerinin etkinliği, sermaye yapısı gibi konularda da bilgiler verir. Böylece firmanın

kısa vadeli borçlarını zamanında ödeyip ödeyemediği, gerçekleştirdiği yatırımların ve satışların karlı olup olmadığı, varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı ile kaynak yapısındaki borçların ve özsermayenin yeri tespit edilebilir. Bu anlamda statik analiz, firmanın cari dönemine ilişkin önemli ve yararlı bilgiler sağlar. Ancak bilgilerin karşılaştırılmasına imkan vermemesi, bu analizin eksik bir yönünü oluşturmaktadır.

1.2.1.2. Dinamik Analiz

Dinamik analiz, bir firmanın birbirini izleyen dönemlerine ilişkin finansal tablolarında yer alan kalemlerin incelenmesidir. Başka bir ifade ile dinamik analiz yapılarak; firmanın birden fazla dönemine ilişkin verileri karşılaştırılır ve böylece dönemler arası oluşan değişimler ortaya konulur. Dolayısıyla dinamik analizde; statik analiz gibi sadece cari dönem tabloları analiz edilmez.

Dinamik analizde firmanın cari dönem bilgileri (Çabuk ve Lazol, 2010: 157):

- Geçmiş faaliyet dönemi sonuçlarıyla,
- Firmada belirlenen standartlarla (plan ve bütçe hedefleriyle),
- Sektör veya benzer firma sonuçlarıyla,
- Genel standartlarla karşılaştırılır.

Sonuç olarak, dinamik analiz yöntemiyle; bir firmanın zaman içerisinde göstermiş olduğu değişim, aynı sektörde faaliyette bulunan firmalar karşısındaki durumu ve benzer firmalara nazaran üstünlük ve zayıflıkları ortaya konulabilmektedir.

1.2.2. Yapılma Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz, çeşitli kişi ve kurumlar tarafından yapılmaktadır. Yapılma amacına göre finansal analiz türleri; yönetim analizi, kredi analizi ve yatırım analizi olmak üzere üçe ayrılır.

1.2.2.1. Yönetim Analizi

Firmaların büyümesiyle yönetim, iş olgularını rakam yığını halinde görmek yerine bunların belirli bir sistem içinde raporlanmasını ve analizini yapmak isteyecektir (Güvemli, 1981: 9). Bu anlamda, yönetim faaliyetlerinin etkinliğini sağlamak için yapılan analize “yönetim analizi” denir.

Firmanın sürekli olarak başarılı faaliyetlerde bulunması ve sağlam bir finansman politikasına sahip olması için, finansal analiz ve finansal analizden elde edilen sonuçların yöneticiler tarafından iyi bir şekilde anlaşılması ve yorumlanması gerekir. Çünkü elde edilecek sonuçları firmada uygulayacak olan, yöneticilerdir.

Finansal analiz sonuçları, yönetime şu imkanları sağlar (Koç, 1967: 59-60; Poyraz, 2008: 73):

- Bir bütün olarak firma faaliyetlerinin derecelerini ölçer.
- Firma bölümlerine ve mamullerine ait verimlilik ve karlılık durumlarını değerler.
- Firmanın likidite, karlılık, verimlilik ve finansman durumlarını ayrıntılı olarak tespit eder.
- Firmanın geçmiş yıllarına nazaran likidite, karlılık, verimlilik ve finansman bakımından durumunu belirtir.
- Likidite, karlılık, verimlilik ve finansman bakımından elde edilen fiili sonuçları mevcut plan ve bütçelere göre ölçer.
- Firmanın sanayi içindeki durumunu her bakımdan tespit eder. Böylece rekabet durumunu gösterir.
- Finansal analiz sonuçlarına dayanarak faaliyetleri kontrol eder ve daha etkili bir hale konulmasında katkıda bulunur.
- Finansal analiz yoluyla faaliyetlerin planlanmasında ve yürütülmesinin her sahasında doğru ve düzeltici kararların alınmasını sağlar.

Yönetim analizinde yöneticiler, firmanın temel finansal tablolarından ve tüm dökümanlarından yararlanırlar. Bu anlamda analizci hem dinamik hem de statik analiz

yapabilir. Yönetim analizinde amaç; firmanın faaliyetlerini kontrol etmek, değerlendirmek ve sonucunda da iyi bir finansman politikasına sahip olmaktır.

1.2.2.2. Kredi Analizi

Kredi analizi; firmaya kredi veren veya verecek olan kurumlar ile firmaya kredili mal satışı gerçekleştiren diğer firmalar tarafından yapılır. Bu kişi ve kurumların amacı, firmanın borçlarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini tespit etmektir. Dolayısıyla kredi analizi, firmanın borç ödeme gücünü ve finansal durumunu belirlemek amacıyla yapılır. Kredi analizinde, firmanın temel finansal tablolarından olan bilanço ve gelir tablosundan yararlanılır.

Kredi analizinde; firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki ilişkiler, dönen varlıkların dağılımı, sermaye yapısı, “yabancı kaynak/özsermaye oranı”, duran varlıkların yapısı ve finanse ediliş biçimleri, bilançolardan yararlanılarak analiz edilmektedir. Ayrıca gelir tablosu verilerinden yararlanarak; firmanın karlılık durumu, alacakların devir hızı, stokların devir hızı gibi etmenlerle, yöneticilerin yetenekleri, kurumun saygınlığı, ekonomik durumu, sektördeki değişmeler gibi etmenler de kredi analizinde dikkate alınmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 551).

Kredi analizi sonucunda elde edilen verilerle bankalar, satıcılar; firmaya verecekleri kredinin tutarını, vadesini ve en önemlisi de firmanın borç ödeme kapasitesini tespit edebileceklerdir. Dolayısıyla, analiz sonucunda edinilen bilgiler olumlu ise bu kişi ve kurumlar, firmalara kredi verecek aksi durumda ise vermeyeceklerdir.

1.2.2.3. Yatırım Analizi

Yatırım analizi; firmanın ortakları, firmanın hisse senetlerini alarak ortak olmayı düşünenler, firmaya borç verenler (uzun vadeli fon sağlayanlar) ve vermeyi düşünenler tarafından yapılır. Ancak bu kişilerin, yatırım analizinden yararlanmış amaçları birbirinden farklılık gösterir.

Firmanın ortakları, firmadan her zaman için tatmin edici karlar beklerler. Firmaya ortak olmayı düşünenler ise yatırım yapacakları firmanın karlı ve verimli olmasını isterler. Dolayısıyla firmaya ortak olanlar veya ortak olmayı düşünenler; firmanın mevcut ve gelecekteki kazanma gücü, dağıtacağı kar payı, hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen değişimler ve sürekliliği gibi konularla ilgilenirler. Amaçları doğrultusunda da finansal analize ihtiyaç duyarlar.

Firmaya uzun vadeli fon sağlayan veya sağlamayı düşünenler ise, firmaya verdikleri borcun anapara ve faizini zamanında firmadan tahsil etmek isterler. Dolayısıyla bu kişi ve kurumlar, firmanın borç ödeme kapasitesi ile ilgilenirler. Bunun için de firmanın finansal tablolarını kullanırlar.

Yatırım analizi ile firmanın özsermayesi arasında ilişkiyi görmek, firmanın karlılığını ve gelecek dönemlere ait kazanma gücünü anlamak, firmanın faiz ve anapara borç taksitlerini zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini belirlemek mümkündür (Çetiner, 2007: 13).

1.2.3. Analizi Yapan Kişinin Durumuna Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Analizi yapan kişinin durumuna göre finansal analiz ikiye ayrılmaktadır. Bunlar; iç ve dış analizdir.

1.2.3.1. İç Analiz

İç analiz, firma içinde yer alan kişiler tarafından yapılır. Bu kişiler; firma yöneticileri olabileceği gibi, muhasebeciler, iç denetçiler de olabilir. Bu kişiler firma bünyesinde yer aldıkları için firma defterlerinden, belgelerinden yani; firma içinde bulunan tüm belge ve dökümanlardan yararlanırlar. Bu durum iç analizi yapacak kişi için büyük bir avantajdır. Ancak analizi yapan kişi, yaptığı analize duygularını katabilir yani; değerlendirmesinde objektif olamayabilir. Bu durum ise iç analizin dezavantajını oluşturur.

İç analizin temelinde genel olarak yönetim analizleri vardır. Bu analizde bütün analiz yöntemlerinden yararlanıldığı gibi özellikle firmayı oluşturan bölüm

performanslarının ölçülmesine yönelik teknikler de kullanılır. Bunların başında da, işçilik ve malzeme kullanım verimliliğinin belirlenmesi, pazar dağılım analizleri, üretim maliyeti ve karlılık analizleri, kapasite kullanım analizi, çalışan devir hızı, müşteri memnuniyet analizleri, bölüm ve genel bütçe kontrolleri gelir (Çabuk ve Lazol, 2010: 161).

1.2.3.2. Dış Analiz

Dış analiz; firma dışında yer alan ve firma ile ilişkisi olan üçüncü kişiler tarafından yapılır. Bu kişiler; kreditorler, satıcılar, yatırımcılar, finansal analistler, akademisyenler vb. olabilir. Dış analizi yapacak olan kişi ve kurumlar, sadece firmanın kamuoyuna sunmuş olduğu finansal tablolardan yararlanabilirler.

İç ve dış analiz tek bir noktada birbirlerinden ayrılırlar. İç analizde analizci, firmanın tüm belge ve dökümanlarından yararlandığı için firmanın iç bilgilerine de ulaşabilir. Ancak dış analizde analizcinin sadece firmanın kamuoyuna sunmuş olduğu finansal tablolarından yararlanacak olması, firmanın iç bilgilerine ulaşmasını da engeller (Savsar, 2012: 9).

1.3. Finansal Analiz Teknikleri (Yöntemleri)

Finansal analiz, firmanın hem geçmiş performansının hem de gelecek için beklentilerinin değerlendirilmesi sürecidir (Shim ve Siegel, 1998: 18). Firma içinde ve dışında bulunan çıkar grupları; firmanın faaliyet sonuçlarını ve finansal durumunu öğrenmek amacıyla finansal analize başvururlar. Analiz için; temel finansal tablolar olan; bilanço ve gelir tablosunu kullanırlar. Bu tablolarda yer alan rakamların yorumlanabilmesi için bazı tekniklerden yararlanılır.

Finansal analizde kullanılan teknikler şunlardır:

- Karşılaştırmalı tablolar analizi (Yatay Analiz)
- Yüzde yöntemi ile analiz (Dikey Analiz)
- Eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz (Trend Analizi)
- Oranlar yöntemi ile analiz (Oran Analizi)

1.3.1. Karşılaştırılmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Firmanın iki veya daha fazla dönemine ait finansal tablolarında yer alan kalemlerin karşılaştırılmasına ve bu kalemlerde görülen değişikliklerin incelenmesine “dinamik analiz” denir.

Birden fazla yıla ait tablonun karşılaştırılmış olması, dinamik bir analiz yapılmasına imkan tanırken, her kalemin yıllar itibariyle gösterdiği değişmelerin incelenmesi tekniğin yatay adını da almasına neden olur (Tandoğan, 2002: 174). Dolayısıyla karşılaştırılmalı tablolar analizinde, belirli bir tarihte düzenlenmiş finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler değil, kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu artış ve azalışlar incelenmekte ve sonuçlar hem tutar hem de yüzde olarak ifade edilmektedir.

Karşılaştırılmalı tablolar analiziyle, bir firmanın geçmişteki durumu ile bugünkü durumu karşılaştırılabilir. Elde edilen sonuçlar da firmanın gelecekteki durumu ile ilgili öngörülerde bulunulabilmesine yardımcı olur. Bu durum karşılaştırılmalı tablolar analizinin önemli bir avantajıdır. Ancak karşılaştırılmalı tablolar analizi, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkileri göstermez. Bu durum ise analizin dezavantajıdır.

Karşılaştırılmalı finansal tablolar iki farklı şekilde düzenlenebilir. Bunlar; iki dönemi ya da çok dönemi kapsayacak biçimdedir. Eğer finansal tablolar iki dönemli olarak düzenlenmişse, cari dönemin verileriyle geçmiş dönemin verileri karşılaştırılır. Ve kalemler arasındaki artış ve azalışlar, tutar ve yüzde olarak ifade edilir. Eğer karşılaştırma çok dönem arasında yapılıyorsa, cari dönemle birden fazla geçmiş dönem karşılaştırılır. Bu karşılaştırma için iki alternatif söz konusudur. İlk seçenek; önceki yılın baz (temel) yıl olarak alınması ve tüm karşılaştırmaların bu yıla göre yapılmasıdır. İkinci alternatif ise, her yılın kendinden önceki yıl ile karşılaştırılmasıdır.

Karşılaştırma yapılacak finansal tabloların kapsadığı dönem, bu dönemin uzunluğu ve hazırlanma sürecinde dikkate alınan muhasebe ilkeleri bakımından uyumlu olmaları analiz sonuçlarının doğruluğu ve etkinliği açısından önemlidir (Kahiloğulları, 2012: 34).

1.3.2. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)

Finansal analiz tekniklerinden bir diğeri, yüzde yöntemi ile analizdir. Bu yöntem aynı zamanda “dikey analiz” de denilmektedir. Dikey analiz, finansal tablolarda yer alan kalemlerin genel toplam veya grup toplamı içerisindeki payının yüzdesel olarak hesaplanmasıdır.

Dikey analizde; finansal tabloda yer alan önemli bir kalem, temel (baz) değer olarak alınır ve finansal tabloda yer alan tüm kalemler bu değer ile karşılaştırılır (Shim ve Siegel, 1998: 20). Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse; bu yöntem göre bilanço ve gelir tablosu şu şekilde analiz edilir;

- Bilançoda aktif taraf için aktif toplamı, pasif taraf için de pasif toplamı 100 kabul edilir ve her bir kalemin, aktif ve pasif toplamı içerisindeki payı yüzde olarak hesaplanır.
- Bilançodaki her bir hesap grubunun toplamı 100 kabul edilir. Böylece, grupta yer alan her bir hesabın grup toplamı içerisindeki payı yüzdesel olarak hesaplanır. Başka bir ifade ile her bir dönen varlık kaleminin dönen varlık toplamı içerisindeki yüzdesi, duran varlık kaleminin duran varlık toplamı içerisindeki yüzdesi, kısa vadeli yabancı kaynakların kısa vadeli kaynaklar toplamı içerisindeki yüzdesi ve uzun vadeli yabancı kaynakların da uzun vadeli kaynaklar toplamı içerisindeki yüzdesi hesaplanır.
- Gelir tablosunda ise net satışlar toplamı 100 kabul edilerek, her bir kalemin toplam içerisindeki payı yüzdesel olarak ifade edilir.

Bu yöntem kullanılarak; firmanın hem tek dönemine hem de birden fazla dönemine ait finansal tabloları analiz edilebilir. Bu anlamda dikey analiz hem statik hem de dinamik bir analizdir. Dolayısıyla bu analiz ile birlikte; firmanın sektördeki ve rakip firmalar karşısındaki durumu, firmanın hangi kaleme daha fazla ağırlık verdiği ve finansal tablolarda yer alan her bir kalemin toplam ve ara toplam içerisindeki nispi önemi görülebilir.

1.3.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)

Eğilim yüzdeleri analizi; bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesidir. Eğilim yüzdeleri analizine “yatay yüzde analizi” veya “trend analizi” de denilmektedir.

Bu analizde, karşılaştırılmalı finansal veriler genellikle 3-5 yıllık olarak gösterilir. (Tandoğan, 2002: 178). Bu yöntemde, finansal tablolarda bir yıl baz yıl olarak kabul edilmekte ve o yıla ait tutarlar 100 kabul edilerek bunu izleyen dönemlere ilişkin aynı tür değerlerin baz yıla göre yüzde olarak değişimi hesaplanmaktadır. Trend analizinde, firmanın finansal tablolarında yer alan kalemlerin dönemler arasında göstermiş olduğu artış veya azalışlar saptanmakta ve bu değişikliklerin temel yıla göre oransal önemleri ortaya konularak firmanın gelişme yönü incelenmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 609).

Trend analizi yapılırken bazı hususlara dikkat edilmesi gerekir. Bu hususlar şunlardır:

- Baz olarak alınan yıl, her bakımdan normal bir yıl olmalıdır yani; bu yılın olağanüstü faktörlerin etkisinde kalmamış olması gerekir. Aynı zamanda bu yıl; ne firmanın çok başarılı ne de firmanın çok başarısız olduğu bir yıl olmalıdır.
- İncelenen dönemin uzun olması gerekir.
- Bu analiz yapılmadan önce fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen değişiklikler dikkate alınarak, bunların finansal tablo kalemleri üzerindeki etkisi giderilmelidir.

Bu analizin amacı; birbirleri ile ilişkili olan kalemlerdeki eğilimlerin uzun dönemdeki etkileşimlerini incelemektir. Böylece, firmanın kendi içinde dinamik bir analizi yapılarak, finansal durumunun ve faaliyet sonuçlarının bütünü hakkında bilgi sahibi olmak mümkün olur (Enginyurt, 2006: 77).

1.3.4. Oran Yöntemi ile Analiz (Oran Analizi)

Finansal analizde kullanılan tekniklerden sonuncusu ve teknikler içerisinde en çok kullanılanı; oran yöntemi ile analizdir. Bu yönetime aynı zamanda “oran analizi” de denilmektedir.

Bir firmanın finansal durumu ve faaliyet sonuçları incelenirken bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemlerin tek başına değerlerinden ziyade, bu kalemler arasındaki ilişkiler daha önemli ve anlamlı olmaktadır. Bu yüzden oran analizinden büyük ölçüde yararlanılmaktadır. Firmanın finansal oranlarının analizi genellikle finansal analizin ilk adımındır. Bu anlamda oranlar, finansal tablo kalemleri arasındaki ilişkileri göstermek için hesaplanır (Brigham ve Gapenski, 1991: 874).

Oran veya rasyo; finansal tablolarda yer alan iki kalem arasındaki matematiksel ilişkidir. Başka bir deyişle oran; bir finansal rakamın başka bir finansal rakama bölünmesiyle elde edilen sonuçtur. Aralarında matematiksel ilişki kurulacak kalemler aynı veya farklı tablolarda bulunabilir. Bu anlamda finansal tablolarda yer alan tüm kalemlerin birbirlerine oranlanması mümkün olur. Ancak önemli olan firma içi ve dışı çıkar gruplarının kendi amaçlarına uygun olan oranları kullanması ve elde edilen sonuçları yorumlamasıdır. Örneğin; özellikle kreditorler, bir firmanın faizini ve borcunu geri ödemek için yeterli nakde sahip olup olmadığını görmek için oranları kullanırken; hissedarlar ise hisse senetlerinin uzun dönemdeki değerlerinin ne olacağını görmek için oranları kullanırlar (Gallagher ve Andrew, 1997: 82).

Finansal tablolarda yer alan kalemler arasında matematiksel ilişkiler kurarak; firmanın ekonomik ve finansal yapısı ile karlılık ve çalışma durumu hakkında fikir elde edilebilir. Oran analizleri; firmanın kısa vadeli borçlarını karşılama gücü, satış hacmi ile kar marjları, maliyetler ve giderler arasındaki ilişkiler, stoklar ve alacaklarda görülen artışların satışlarla ilgili olup olmadığı, borçların sahip olduğu emniyet marjı, toplam yatırımlar ve özsermaye kazanç oranlarının yeterli bulunup bulunmadığı konusunda önemli bilgiler verir (Düzer, 2008: 12-13).

Analizinden beklenen faydanın elde edilebilmesi için hesaplanan oranların iyi bir şekilde yorumlanması ve yorumda bazı ölçütlerden yararlanılması gerekir. Yorumda dikkate alınması gerekli ölçü ve standartlar şunlardır (Çabuk ve Lazol, 2010: 203; Tandoğan, 2002: 140):

- Analistin kendi şahsi tecrübe ve gözlemleriyle oluşturduğu yargı yeteneği,
- Fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikler,
- Mevsimlik ve konjonktür hareketlerin etkileri,
- Firmanın geçmiş faaliyet dönemleriyle ilgili olarak hesaplanmış oranlar,
- Rakip ve başarılı firmaların oranları,
- Bütçelenmiş bilgilere dayanılarak hesaplanan oranlar,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektöre ait oran veya standartlar,
- Genel standartlar.

Finansal analizde kullanılan oranlar şunlardır:

- Likidite oranları
- Faaliyet oranları
- Karlılık oranları
- Finansal yapı oranları
- Borsa performans oranları

1.3.4.1. Likidite Oranları

Likidite, varlıkların paraya çevrilme hızı veya kolaylığı olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle likidite, varlıkların paraya dönüşmedeki yeteneğidir. Firmalar, farklı likiditeleri olan varlıklara sahiptir. Likidite dereceleri farklı olan iktisadi varlıklar, bilançonun aktif kısmında yer alır. Dönen varlıklar, fiyatları çok fazla azalmadan hızlı bir şekilde nakde dönüşebilir (Brigham ve Houston, 2001: 89). Bu anlamda, paraya dönüşme hızları daha yüksek olduğu için dönen varlıkların (kasa, hazır değerler, vb.) likiditesi duran varlıklara (bina, vb.) göre daha yüksektir.

Likidite, firmaların çalışmalarını yürütmede oldukça önemli bir kavramdır. Özellikle iflas etme tehlikesi oluştuğunda, ekonomik daralmalardan dolayı iş kayıpları ortaya çıktığında ve ham materyaller veya parçaların fiyatları aşırı derecede arttığında likiditesi yüksek varlıklara ihtiyaç duyulur. Eğer likidite böyle kayıpları önlemek için yeterli değilse, ciddi finansal zorluklarla karşılaşılabilir (Shim ve Siegel, 1998: 22).

Likidite oranları, kısa dönem kreditorlerin öncelikli ilgisini oluşturur (Kolb, 1983: 92). Çünkü likidite oranları; firmanın nakdi durumu, net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığı ve kısa vadeli borçlarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceği konusunda bilgi verir. Firmalar ise kısa vadeli borçlarını ödemek için genellikle dönen varlıklarını kullanırlar. İşte likidite oranları; bir firmanın dönen varlıklarını kullanarak kısa vadeli borçlarının ne kadarını karşılayabildiğini gösterir.

Firmanın likidite oranlarının analizinde özellikle şu temel noktalar araştırılmaktadır (Onat, 2007: 42):

- Dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim,
- Dönen varlıkların geçen dönemlere oranla gösterdiği eğilim,
- Kayıtlı alacakların tahsil yeteneği, süreleri, oluşum nedenleri ve bunun satışlara uygunluğu,
- Senetli alacakların oluşum nedeni,
- Stokların niteliği,
- Kısa süreli borçların vade yapısının uygunluğu,
- İş hacmine oranla net çalışma sermayesinin uygunluğu,
- Firmanın kısa süreli borç ödeme yeteneğini etkileyen diğer faktörlerin değerlendirilmesi.

Likidite oranlarından bazıları şunlardır:

- Cari oran
- Asit-test oranı
- Nakit oran

1.3.4.1.1. Cari Oran

Firma likiditesinin ölçülmesinde yaygın olarak kullanılan cari oran; firmanın alacaklarını, stoklarını ve nakdın diğer formlarını kullanarak, bir yıl içerisinde kısa vadeli borçlarını ne ölçüde karşılayabildiğini gösterir (Pinches, 1990: 56). Oran aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu oranın hesaplanmasında kullanılan dönen varlıklar; hazır değerler, menkul kıymetler, kısa vadeli alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlıklardan oluşur. Ancak oran hesaplanırken, bu dönen varlıklar net değer olarak alınmalıdır. Şüpheli alacak karşılıkları, reeskont, iskonto ettirilen alacak senetleri alacaklardan, stok değer düşüklüğü karşılıkları stoklardan, hisse senetleri ve tahviller değer düşüş karşılıkları menkul kıymetlerden düşülmelidir (Karakozak, 2012: 63).

Cari oran, firmanın genel likidite durumunu yansıtır. Bu oranın yüksek olması, firmanın vadesi geldiğinde kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yüksek ve bununla birlikte yeterli net çalışma sermayesine sahip olduğunu gösterir. Bu oranın düşük hesaplanması ise firmanın finansal durumunun zayıf olduğuna ve sonuç olarak da faaliyetlerinin kesintiye uğrayabileceğine işaret eder. Bu sebeple, oranın düşük hesaplanması yönetim tarafından istenmez. Bununla birlikte cari oranın çok yüksek hesaplanması da yönetim tarafından istenen bir durum değildir. Çünkü cari oranın çok yüksek hesaplanması hem firmanın verimli olmayan atıl fonlara sahip olduğunu hem de düşük kar marjı ile çalıştığını gösterir.

Türkiye’de bankaların genellikle kısa süreli kredi vermek eğiliminde olmaları, bankalar dışında diğer finans kurumlarının gelişmemiş olması, sermaye piyasasının etkin bir işleyişe kavuşmamış olması, likiditenin çok yüksek olmaması gibi nedenlerle firmalar daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanmak zorunda kalmaktadır. Bu nedenle, cari oranın 1,5 veya %150’ye yakın olması yeterli sayılmaktadır (Tandoğan, 2002: 148). Ancak bu oran kesin değildir. Bu yüzden cari oranın yeterli olup olmadığı konusunda bir sonuca

varmak için bazı faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekir. Bu faktörler şunlardır (Burucu, 2009: 34-35):

- Firmanın faaliyette bulunduğu endüstri kolu,
- Dönen varlıkların yapısı,
- Dönen varlıkların gerçek değeri,
- Dönen varlıkların değerlerindeki değişme olasılığı,
- Firmanın yakın bir gelecekle büyük ödemelerde bulunma olasılığı,
- Firmanın satışlardaki gelişmeler ve faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet koşulları,
- Firmanın cari oranının son yıllarda göstermiş olduğu eğilim,
- Mevsimlik hareketlerin cari oran üzerindeki etkisi.

Cari oran çok yaygın olarak kullanılmasına ve firmanın likidite durumunu göstermesine rağmen, bazı eksik yönlere de sahiptir. Birincisi, cari oran firmanın faaliyetlerindeki değişmelere paralel olarak değişir. İkincisi ise, dönen varlıkların likidite derecelerine bakmaksızın tüm dönen varlıkları hesaplamaya dahil eder. Bu yüzden ikinci eksikliği gidermek için daha hassas bir orana ihtiyaç duyulur. Bu oran asit-test oranıdır. Aşağıda asit-test oranından bahsedilmiştir.

1.3.4.1.2. Asit-Test Oranı

Likidite oranlarından bir diğeri asit-test oranıdır. Asit-test oranına aynı zamanda “likidite oranı” da denilmektedir. Bu oran cari oranın tamamlayıcısıdır ve cari orana benzer. Ancak aralarında tek bir fark vardır. Cari oran; dönen varlık kalemlerinin likidite derecelerine bakmaksızın tüm dönen varlık kalemlerini hesaplamaya dahil ederken; asit-test oranı dönen varlık kalemlerinden biri olan ve likiditesi diğ er dönen varlıklara nispeten az olan stokları hesaplamadan çıkarır. Oran aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar-Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Yukarıdaki formülde de görüldüğü gibi dönen varlıklardan stoklar kalemi çıkarılmıştır. Bunun nedeni, stokların satış işlemine konu olmalarının zaman alması veya satışı takiben paranın firmaya dönmesinin, borçların vadesine oranla daha fazla zaman alabileceği düşüncesidir (Düzer, 2008: 15). Kısacası stoklar, firmanın cari varlıklarının en az likit olanıdır (Brigham ve Houston, 2001: 90). Dolayısıyla da stokların paraya çevrilme süresi, diğer dönen varlık kalemlerine göre nispeten daha uzundur. Bu anlamda asit-test oranı; firmanın kısa vadeli borçlarının tamamını, nakit veya nakde dönüştürülmesi mümkün olan iktisadi varlıklarla karşılanıp karşılanmayacağını gösterir.

Asit-test oranının düşük olması (özellikle 1'den küçük) firmanın kısa vadeli borçlarını geri ödemede güçlükle karşılaşacağını bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Ancak düşük bir asit-test oranı, firmanın finansal yükümlülüklerini karşılamayacağı anlamına gelmeyebilir. Çünkü yükümlülükleri karşılama kabiliyeti esas itibarıyla aşağıdaki faktörlerin etkisi altında şekillenir (Dağlı, 2009: 66):

- Firmanın nakit girişlerinin çabukluğu,
- Firmanın sermaye artırma kabiliyeti,
- Firmanın kısa vadeli borçlarının vade yapısı,
- Firmanın satıcılarla olan ilişkisi ve kredi açmaya istekli olup olmamaları.

Oran yorumlanırken, firmanın faaliyette bulunduğu sektör de göz önüne alınmalıdır. Örneğin bazı sektörlerde üretim süreci kısa iken, bazı sektörlerde ise üretim süreci uzundur. Dolayısıyla üretim süreci kısa olan sektörlerde, firmalar ellerinde daha az stok bulundururlar ve alıcılarına da daha kısa vade tanırırlar. Üretim süreci uzun olan sektörlerde faaliyette bulunan firmalar ise ellerinde daha fazla miktarda stok bulundururlar ve alıcılarına da daha uzun vade tanırırlar. Dolayısıyla oran yorumlanırken, bu gibi durumlara da dikkat edilmelidir.

Sonuç olarak asit-test oranı, cari orandan daha hassas bir orandır. Ancak bu orandan da daha hassas bir oran vardır. Aşağıda likidite oranları içerisinde en hassas oran olan nakit orandan bahsedilmiştir.

1.3.4.1.3. Nakit Oran

Bu çalışmada bahsedilecek olan likidite oranlarından sonuncusu, nakit orandır. Bu orana aynı zamanda “likit oran” da denilmektedir. Bu oran diğer likidite oranlarına (cari oran ve asit-test oranı) göre daha hassastır. Çünkü hesaplama yapılırken dönen varlıklardan, stoklarla birlikte alacakları da çıkarmaktadır. Nakit oran aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır¹;

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Hazır Değerler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu oran; firmanın kısa vadeli borçlarını, elinde bulundurduğu hazır değerlerle ne ölçüde karşılayabildiğini gösterir. Oran, firmanın satışlarının durması veya alacaklarını tahsil edememesi durumunda, kasasını veya diğer varlıklarını kullanarak kısa vadeli borçlarını karşılayabiliyor mu sorusuna cevap verir. Genellikle firmaya çok kısa süre ile kredi açanların ilgilendiği bir orandır.

Bu oranın 0,20 olması yeterli kabul edilir (Çabuk ve Lazol, 2010: 210). Ancak nakit oranının yeterliliğine karar vermeden önce firmanın elinde bulundurduğu stokların ve alacakların niteliğine bakılması gerekir. Stokların kolayca paraya dönüştürüldüğü ve borçluların ödeme gücü ve/veya isteği yüksek olması durumunda oranın 1/5’in altına düşmesi dahi önemli bir sakınca oluşturmamaktadır. Her ekonomide ve her endüstri kolunda oranlar için farklı standartlar olabilir. Önemli olan oranların firmanın bünyesinde nasıl geliştiği ve aynı endüstri kolundaki firmalara göre hangi durumda olduğudur (Onat, 2007: 46).

1.3.4.2. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, bir firmanın sahip olduğu varlıklarını etkin bir şekilde kullanıp kullanmadığını gösterir. Bu oranlara aynı zamanda; “çalışma oranları”, “varlık kullanım oranları”, “etkinlik oranları”, “aktivite oranları”, “varlık yönetimi oranları” da denilmektedir.

¹ 2005 sonrası bilançolarda “Hazır Değerler”, “Nakit Benzerleri” olarak ifade edilmiştir.

Faaliyet oranları, çeşitli hesapların hızlı bir şekilde nakde veya satışlara nasıl dönüştüğünü göstermek için kullanılır (Shim ve Siegel, 1998: 23). Dolayısıyla bu oranlar, firmanın satışları ile çeşitli aktif kalemleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Firma varlıklarının her birinden ne kadar gelir elde ediyor, sorusuna cevap verir.

Faaliyet oranları ne kadar yüksek ise yani; hesapların nakde veya satışlara dönüşümü ne kadar hızlı gerçekleşirse, firmanın o ölçüde varlıklarını etkin kullandığı söylenebilir. Ancak sonuçlar yorumlanırken oranın mutlaka sektör ortalamaları ile karşılaştırılması ve değerlendirmenin bu şekilde yapılması gerekir.

Bu oranlar, bir firmanın çalışma durumunun belirlenmesinde ve likidite oranlarının yorumlanmasında da yardımcı olurlar. Bununla birlikte; firma alacaklarının kalitesi, stokların stokta kalış sürelerinin rasyonelliği ve toplam aktiflerin firmanın faaliyet hacmine göre yeterliliği konusunda finansal analiste ışık tutarlar (Onat, 2007: 54).

Çalışmada faaliyet oranlarından bazıları açıklanmıştır. Bu oranlar şunlardır:

- Alacak devir hızı
- Stok devir hızı
- Aktif devir hızı
- Özsermaye devir hızı

1.3.4.2.1. Alacak Devir Hızı

Faaliyet oranlarından biri olan alacak devir hızı, ticari alacakların tahsil kabiliyetini ve likiditesini ortaya koyar. Bir başka ifade ile; oran alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır²;

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

² 2005 sonrası bilançolarda “Net Satışlar”, “Satış Gelirleri” olarak ifade edilmiştir.

Yukarıdaki formülün payında bulunan değer, net satışların kredili tutarı kadardır. Firma satışlarının tamamını peşin yapıyorsa alacağı oluşmadığından, alacak devir hızı da hesaplanmaz.

Alacak devir hızının yüksek olması istenen, düşük olması ise istenmeyen bir durumdur. Bu oranın yüksek olması; firmanın alacak tahsil kabiliyetinin yüksek olduğunu, iyi bir alacak politikası izlediğini, riski yüksek müşterilere satış yapmadığını, daha az finansman kaynağına ihtiyaç duyduğunu ve daha az çalışma sermayesini alacaklara bağladığını gösterir. Ancak alacak devir hızının genel çizgiden yüksekliği, bazen firmanın kredili satışlar konusunda çok kısıtlayıcı tutum içerisinde oluşunun veya kredili satış yapılacak müşterilerde gereksiz ölçüde yüksek standartlar ve nitelikler aramasının sonucu olabilir. Böyle bir durum firmanın satışlarında dolayısıyla karındaki artış hızını yavaşlatabilir (Tandoğan, 2002: 154). Başka bir ifade ile yüksek oran, firmanın mükemmel bir alacak yönetimine sahip olduğu; düşük oran ise satışlar-alacaklar ve toplama üçgeninde ciddi problemler olduğu anlamına gelebilir (Haskins ve diğerleri, 1997: 176).

Firmanın alacak devir hızının yavaş olması aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmış olabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 59):

- Firmanın alacaklarının tahsilinde güçlüklerle karşılaşması,
- Rekabet gücünün zayıflığı,
- Etkili bir tahsilat politikasının olmaması,
- Müşteri seçimi ve müşterilere tanınacak olanaklar konusunda gereken özenin gösterilmemesi.

Sonuç olarak, oranın daha doğru ve anlamlı bir şekilde yorumlanabilmesi için; firmanın geçmiş yıllar alacak devir hızı ile benzer firmaların alacak devir hızlarının karşılaştırılması gerekir.

1.3.4.2.2. Stok Devir Hızı

Stok devir hızı, stoklar ile satışlar arasındaki ilişkiyi gösterir. Oran, stokların yılda kaç defa satışa dönüştüğünü yani; stokların yılda kaç defa tükendiğini ortaya koyar ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Stoklar}}$$

Stok devir hızının yüksek olması olumlu, düşük olması ise olumsuz bir durumun göstergesidir. Stok devir hızının yüksek olması, firma mallarının fazla beklemeden hemen satıldığını ve bu nedenle de malların sürümünün iyi olduğunu, firmanın fiyat, moda ve talep değişikliklerinden fazla etkilenmediğini, likiditesinin yüksek ve varlıkların etkin kullanılmakta olduğu anlamına gelir (Özdemir, 1997: 46). Başka bir ifade ile yüksek oran, firmanın karlı ve etkili bir stok yönetimine sahip olduğunu gösterebilir (Haskins ve diğerleri, 1997: 176). Aynı zamanda stok devir hızının yüksek olması; firmanın daha az stok ve borç ile çalıştığını gösterir. Dolayısıyla, firma kaynaklarını stoklara bağlamak yerine farklı alanlarda değerlendirebilecek ve karını artırabilecektir. Stok devir hızının düşük çıkması ise; firmanın mal satmakta sorunlar yaşadığını ve firmanın stoklarına bağladığı kaynağın firmanın verimliliğini olumsuz yönde etkilediğini gösterir.

Firmanın stok devir hızının sağlıklı bir şekilde yorumlanabilmesi için; firmanın geçmiş yıllardaki stok devir hızı ile aynı iş kolundaki diğer firmaların stok devir hızlarının karşılaştırılması gerekir.

1.3.4.2.3. Aktif Devir Hızı

Faaliyet oranlarından bir diğeri, aktif devir hızı oranıdır. Bu oran, bir firmanın toplam aktifleri ile satışları arasındaki ilişkiyi gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aktif devir hızı, firmanın satış üretimde varlıklarını ne kadar etkin kullandığını gösterir (Keown ve diğerleri, 1998: 86). Başka bir ifade ile oran, bir firmada aktif kullanımının da bir ölçüsüdür. Aktif devir hızı ile varlıkların her bir lirasının yarattığı gelir hesaplanır. Bu oranın yüksek olması firmanın tam kapasiteye yakın çalıştığını gösterir. Öte yandan, aktif devir hızı, büyük ölçüde firmanın aktif yapısı içerisinde sabit değerlerin nispi önemini yansıtır. Bir firmada, sabit değerler aktif toplamı içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, söz konusu firmada aktif devir hızı genellikle yavaştır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 64).

Bununla birlikte, aktif devir hızı firmanın karlılığını da etkiler. Başka bir deyişle, bir firma diğer koşullar sabit kalmak koşulu ile aktif devir hızını artırabilirse özsermaye karlılığını da artırabilir.

1.3.4.2.4. Özsermaye Devir Hızı

Faaliyet oranlarından sonuncusu; özsermaye devir hızıdır. Bu oran, bir firmanın özsermayesi ile net satışları arasındaki ilişkiyi gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Özsermaye Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye devir hızı; bir firmanın özsermayesini ne derece etkin kullandığını; yani özsermayesi ile ne kadar satış yaptığını gösterir. Bu oranın yüksek olması, özsermayenin etkili ve verimli bir şekilde kullanıldığına işarettir. Oranın düşük çıkması ise firmada atıl özsermaye bulunduğunu veya özsermayenin verimli bir şekilde kullanılmadığını gösterir.

Bununla birlikte, özsermaye devir hızı firmanın özsermaye karlılığını da etkiler. Başka bir ifade ile, firmanın özsermayesini etkili bir şekilde kullanmaması, yatırımları sonucu elde ettiği karın da düşük olmasına neden olur.

Elde edilen sonucun iyi bir şekilde yorumlanabilmesi için; firmanın özsermaye devir hızının, aynı faaliyet kolundaki diğer firmalarla veya firmanın geçmiş yıl sonuçları ile karşılaştırılması gerekir.

1.3.4.3. Karlılık Oranları

Firmalar faaliyetlerini sürdürürken bazı amaçlara ulaşmayı hedefler. Bu amaçlardan biri de kar elde etmektir. Karlılık; firmalarda alınan kararların bir sonucu olarak görülmektedir. Bu amaçla; firmalarda karlılık analizi yapılırken, karlılık oranlarından yararlanır. Karlılık oranları; firma yönetiminin satışlar üzerinden, daha da önemlisi hissedarlarının yatırımları üzerinden nasıl daha etkili bir şekilde kar üretilbileceğini ölçer (Moyer ve diğerleri, 1984: 165).

Bir firmanın elde ettiği karın yeterli olup olmadığı konusu, şu faktörlere göre tespit edilmeye çalışılır (Ceylan, 1998: 43):

- Sermeyenin alternatif alanlarda kullanılmasıyla elde edilecek gelir,
- Firmanın son yıllarda elde ettiği karların gelişim seyri,
- Genel ekonomik koşullar ve ekonominin içinde bulunduğu durum,
- Aynı endüstri kolundaki benzer firmaların kar oranları.

Karlılık oranları iki ana başlık altında toplanabilir. Bunlar;

- Satışlara göre karlılığı gösteren oranlar
- Yatırımlara göre karlılığı gösteren oranlardır.

1.3.4.3.1. Satışlara Göre Karlılığı Gösteren Oranlar

Satış karlılığı; bir firmanın gelir tablosunda yer alan çeşitli kar tanımlamaları ile net satışları arasındaki ilişkiyi ifade eder. Satış karlılığının ölçülmesinde kullanılan oranlar aşağıda açıklanmıştır.

1.3.4.3.1.1. Brüt Kar Marjı

Brüt kar marjı, satışlara göre karlılığı gösteren oranlardan ilkidir. Bu oran; net satışların yüzde kaçı oranında brüt kar elde edildiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Brüt kar marjının zaman içinde yükselme eğilimi göstermesi, firmaların lehine yorumlanacak olumlu bir gelişmedir. Bir firmanın brüt kar marjının yükselmesi aşağıdaki nedenlerden ileri gelebilir (Akgüç, 1989: 69-70):

- Maliyet sabit kaldığı halde satış fiyatının yükselmesi,
- Satış fiyatları değişmediği halde maliyetlerin düşmesi,
- Satış fiyatının maliyetlerden daha hızlı artması,
- Maliyetlerdeki düşüşün satış fiyatındaki düşüşten daha hızlı olması,
- Firmaların satış hacmi bileşimin değişmesi ile brüt kar marjları yüksek olan malların firmaların satış hacmi içindeki paylarının artması.

Düşük bir brüt kar marjı ise; satışların maliyetinin göreceli olarak çok yüksek olduğunu gösterir (Innocent ve diğerleri, 2013: 110). Dolayısıyla oranın daha iyi bir şekilde değerlendirilmesi için firmanın cari yıldaki brüt kar marjının, geçmiş yıl brüt kar marjı veya endüstri kolundaki diğer firmaların brüt kar marjları ile karşılaştırılması gerekir.

1.3.4.3.1.2. Faaliyet Kar Marjı

“İş hacmi rantabilitesi” olarak da adlandırılan bu oran, firmanın esas faaliyetlerinin ne ölçüde karlı olduğu gösterir. Başka bir ifade ile faaliyet kar marjı, firmanın esas faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmetlerden elde ettiği karı gösterir. Oran aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Faaliyet kar marjı, firmanın işlerinin temel karlılığını; yani firma yöneticilerinin firmayı nasıl daha iyi bir şekilde yönetebileceğini gösterir (Gattis, 2009: 2). Bununla birlikte; bu oran satış fiyatlarındaki ve satış maliyetlerindeki değişikliklerle beraber ana faaliyet konusunun devamı için yapılması zorunlu faaliyet giderlerinin karlılığına etkisini ölçer. Faaliyet giderlerinde bir kısıtlama yapıp yapılmayacağına dair firma yöneticilerine yön verebilir (Burucu, 2009: 63).

Oranın yüksek olması firmanın ana faaliyetlerinin karlı ve verimli olduğunu gösterir. Ancak elde edilen sonucun daha iyi bir şekilde yorumlanabilmesi için oranın; firmanın geçmiş yıl verileriyle veya aynı endüstri içerisinde yer alan firmaların oranları ile karşılaştırılması gerekir.

1.3.4.3.1.3. Net Kar Marjı

Satışların karlılığını ölçen oranlardan sonuncusu; net kar marjıdır. Oran; net satıştan tüm giderler ve vergiler düşüldükten sonra firmanın ne kadar kar elde ettiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Oranın yüksek olması firma için olumlu bir durumdur. Yüksek bir net kar marjı firmanın hem yatırım, üretim, fiyatlama politikalarının hem de finanslama politikalarının uygunluğunu gösterir (İlarslan, 2011: 160). Ödenecek temettü turtarları net dönem karı üzerinden hesaplandığı ve dağıtıldığı için, yatırımcılar açısından net kar marjındaki gelişmelerin ayrı bir önemi vardır (Düzer, 2008: 21).

1.3.4.3.2. Yatırımlara Göre Karlılığı Gösteren Oranlar

Bu oranlar; firmanın yapmış olduğu yatırımlardan veya ortakların firmaya koyduğu sermaye üzerinden ne kadar kar elde edildiğini gösterir. Bu gruptaki oranlar; aktif karlılığı ve özsermaye karlılığıdır.

1.3.4.3.2.1. Aktif Karlılığı

Yatırımlara göre karlılığı gösteren oranlardan biri, aktif karlılığıdır. Oran, firmanın aktiflerini ne ölçüde karlı kullandığını veya yatırımlarından ne kadar kar elde ettiğini gösterir ve iki farklı şekilde hesaplanır.

Aktif karlılığının ilk tanımı net kar üzerine yoğunlaşır. Bu tanıma göre aktif karlılığı, faiz ve vergi ödendikten sonra geri kalan net karın aktiflere oranlanması suretiyle hesaplanır³ (Dağlı, 2009: 84);

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aktif karlılığının ikinci tanımında ise faaliyetlerden elde edilen tüm gelirler dikkate alınır. Temel kazanç gücü ya da ekonomik karlılık olarak da adlandırılan bu tanıma göre aktif karlılığı şu şekilde hesaplanır (Dağlı, 2009: 84);

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aktif karlılığı, firmanın toplam varlık yatırımlarından elde ettiği net geliri ölçer (Moyer ve diğerleri, 1984: 166). Firma bünyesinde yer alan varlıkların verimliliğini ölçen net kar/aktif oranından firmalar; çalışma sermayesini oluşturan kalemlere ve duran varlık kalemlerine yapmış oldukları yatırımlardan ne kadar kar elde ettiklerini belirleyebilmek için yararlanırlar (Düzer, 2008: 21).

³ Çalışmada aktif karlılığı olarak, Net Kar/Toplam Aktifler formülü kullanılmıştır.

1.3.4.3.2.2. Özsermaye Karlılığı

Aktif karlılığı, firmanın karlılığını ölçerken; özsermaye karlılığı yatırımcıların karlılığını ölçer (Damodaran, 1997: 80). Başka bir ifade ile bu oran, net karın özsermayenin yüzde kaçı oranında gerçekleştiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

Bu oran her şeyden evvel firmanın ve dolayısıyla onun yönetiminin başarısının bir göstergesi olmaktadır. Öte yandan faiz ve vergiler karşılandıktan sonra firma sahiplerine kardan ne kaldığı yine bu oranla ölçülmüş olmaktadır. Yıllar itibariyle firma karlarındaki değişimler bu oran kullanılarak izlenebilir. Böylelikle sermaye koyanların kazanç gücünün artma ve azalma eğilimini görmek mümkündür (Özdemir, 1997: 51-52).

1.3.4.4. Finansal Yapı Oranları

Finansal analizde kullanılan oran gruplarından biri de finansal yapı oranlarıdır. Bu oran grubuna aynı zamanda “kaldıraç oranları” da denilmektedir. Finansal yapı oranları, firmaların finansal yapıları ile ilgilidir. Bir firmanın finansal yapısı ise borçtan ve özsermayeden oluşur. Dolayısıyla bu kısımdaki oranlar, firmanın özsermaye ve borçları ile bunlar arasındaki ilişkiyi inceler. Başka bir anlatımla; firmanın özsermayesinin yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve özsermayesinin dengesi ve özsermaye olarak yaratılan fonların ne tür dönen varlık ya da duran varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 652).

Finansal yapı analizinde firmanın dış kaynaklarla özsermayenin bileşimine ilişkin finansman politikaları değerlendirilir. Bu analizde özellikle aşağıdaki noktalara açıklık getirilir (İlarslan, 2011: 158):

- Borçlanma düzeyinin önceki yıllara oranla gösterdiği eğilim,
- Firmanın etkili bir otofinansman politikası uygulayıp uygulamadığı,

- Firma otofinansman yoluyla özsermayeyi güçlendiremiyorsa, bunun nedenlerinin araştırılması,
- Firma özsermayesinin süreklilik niteliği,
- Borçlanmada kısa, orta ya da uzun süreli dış kaynak dengesinin kurulup kurulmadığı, kurulamamışsa bunun nedenlerinin araştırılması.

Bu oranlar, firmanın faaliyet sonucu zarar etmesi, varlıklarının değer yitirmesi veya gelecek yıllarda tahmin edilen tutarda fon yaratamaması durumunda söz konusu firmanın, uzun süreli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda önemli ipuçları verir (Gülcan, 2011: 64).

Finansal yapı oranlarından bazıları şunlardır:

- Borçlanma oranı (Toplam Borç Oranı)
- Borç-özsermaye oranı
- Kısa vadeli borçların aktif toplamına oranı
- Uzun vadeli borçların aktif toplamına oranı
- Faiz karşılama oranı

1.3.4.4.1. Borçlanma Oranı (Toplam Borç Oranı)

Finansal yapı oranlarından ilki borçlanma oranıdır. Bu orana aynı zamanda “kaldıraç oranı” veya “toplam borç oranı” da denilmektedir. Borçlanma oranı; firmaların toplam varlıklarıyla toplam borçlarını karşılaştırır ve kreditorlerden sağladıkları fonların yüzdesini gösterir (Shim ve Siegel, 1998: 25). Oran aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Borçlanma Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oran, toplam varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklardan karşılandığını, kaynakların niteliklerine göre dağılımını ve bununla birlikte firma için risk faktörü olarak kullanılabilir. Firmaya kredi verenler oranın küçük olması arzularlar. Çünkü firmanın

tasfiyesi durumunda firmaya kredi verenler özsermayenin yeterli olması halinde alacaklarını tahsil etme olanağını bulurlar. Diğer taraftan ortaklar oranın belli bir seviyeye kadar büyük olmasını arzularlar. Çünkü oranın büyük olması özsermayeye oranla, yabancı kaynaklardan daha fazla yararlandığını gösterir. Bu ise finansman kaldıracının etkisi ile firmanın karlılığını artırıp ortakların, daha fazla kar payı almalarına olanak verir (Akdoğan ve Tenker, 2002: 653).

Borçlanma oranının genelde 1'den küçük ve 0,50 civarında olması istenmektedir (Onat, 2007: 48). Batı ülkelerinde bu oranın %50'nin üzerinde seyretmesi bir tehlike işareti olarak yorumlanmaktadır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde, özsermaye sağlanmasındaki kurumsal güçlükler ve firmaların varlık yapısı içinde dönen varlıkların payının yüksekliği ve kullanılan teknolojilerin daha çok emek yoğun olması nedeniyle oranın %50'nin üzerinde seyretmesini doğal karşılamak gerekir. Nitekim Türkiye'de bu oran %60'ın üstündedir (Horasan, 2010: 60).

1.3.4.4.2. Borç-Özsermaye Oranı

Borç-özsermaye oranı, borçlanma oranına benzer ve hissedarların finansal durumu ile firmanın finansal durumu arasında ilişki kurar (Moyer ve diğerleri, 1984: 163). Başka bir deyişle oran, yabancı kaynakların özsermayenin yüzde kaçı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Borç-Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Özsermaye}}$$

Firma alacaklıları bu oranın düşük olmasını isterken, firma ortakları ise bu oranın yüksek olmasını isterler. Bu oranın 1 olması, özsermaye borç dengesi açısından yeterli görülür. Oranın 1'den küçük olması firma faaliyetlerinde kullanılan iktisadi varlıkların büyük kısmının özsermaye ile finanse edildiğini gösterir. Buna karşılık, oranın 1'in üstüne çıkması, üçüncü kişilerden sağlanan fonların ortaklardan sağlanan fonlardan daha fazla olduğunu gösterir (Akça, 2008: 38).

1.3.4.4.3. Kısa Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı

Bu oran, firmaların toplam varlıklarının ne kadarının kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını ve toplam kaynaklar içinde kısa vadeli borçların ne kadar kullanıldığını gösterir. Oran aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Firmayı riskli bir duruma sokacağı için oranın yüksek olması firma tarafından istenmez. Bununla birlikte, firmanın varlıklarının büyük bir kısmını kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmesi, firmanın net çalışma sermayesini de negatif yapar.

Gelişmiş ülkelerde bu oranın 1/3'ü aşmaması benimsenmiştir. Oran arttıkça risk de artmaktadır. Türkiye'deki ticari bankaların genelde kısa vadeli kredi verme eğiliminde olmaları, sermaye piyasasının etkin olmayışı, bu piyasadan sadece halka açık firmaların yararlanabilmesi ve uzun süreli kredi veren kurumların gelişmemiş olması dönen veya duran varlık finansmanında kısa vadeli borç kullanımını mecbur kılmaktadır. Dolayısıyla enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde bu oran artmaktadır (Akgüç, 1989: 41).

1.3.4.4.4. Uzun Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı

Finansal yapı oralarından bir diğeri, uzun vadeli borçların aktif toplamına oranıdır. Oran, firmanın varlıklarının ne kadarlık kısmını uzun vadeli yabancı kaynaklardan karşıladığını gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Uzun Vadeli Borçların Aktif Toplamına Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Oranın 0,50'den yüksek olması, firmanın varlıklarının finansmanında büyük oranda uzun vadeli yabancı kaynak kullanıldığını gösterir. Ancak aşırı derecede uzun vadeli borç kullanılması, hem firmanın faiz yükünü artırır hem de firmayı durgunluk döneminde bu borçları ödeyememe durumuyla karşı karşıya bırakır.

1.3.4.4.5. Faiz Karşılama Oranı

Finansal yapı oranlarından sonuncusu, faiz karşılama oranıdır. Bu oran; firmanın faiz yükümlülüklerini karşılamak için, yeterli kazançta sahip olup olmadığını gösterir (Kolb, 1983: 102). Başka bir ifade ile faiz karşılama oranı, firmanın faiz giderlerini ödeyip ödeyemeyeceğini veya firmanın ödeyeceği faizin kaç katı kazandığını gösterir. Oran aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

Bu oranın yukarıdaki formülle hesaplanması durumunda, 8/1 veya 7/1 olması yeterli kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, firmanın sabit faiz ödemelerini karşılayabilmesi için, vergi öncesi karının, faiz ödemelerinin 8 katı olması gerekir (Ceylan, 1998: 33).

1.3.4.5. Borsa Performans Oranları

Finansal analizde kullanılan sonuncu oran grubu, borsa performans oranlarıdır. Finansal analizciler borsa performans oranlarını, firmanın piyasadaki performansını ölçmek için kullanırlar. Bu oranlar, firmanın hisse senedi fiyatıyla, karı ya da defter değeri arasında ilişki kurar.

Borsa performans oranları; halka açık firmalarda ortakların yatırımları sonucu elde ettikleri getirilerini görmek, gelecekteki olası getirilerini tahmin etmek ve hisse senetlerinin piyasada oluşan fiyatlarının gerçekçiliğini ölçmek için kullandıkları oranlardır. Firma sahiplerine ve hissedarlara ölçülü ve yeterli bir gelirin sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesinde, özellikle anonim şirketlerde, bu oranlar önem taşımaktadır (Savsar, 2012: 27). Eğer; bir firmanın likidite durumu, karlılık durumu ve varlık yönetimi iyi ise piyasadaki durumunun da iyi olması beklenir (Brigham ve Houston, 2001: 102). Borsa performans oranlarından bazıları aşağıda açıklanmıştır.

1.3.4.5.1. Fiyat/Kazanç Oranı

Borsa performans oranlarından ilki, Fiyat/Kazanç Oranı'dır. Bu oran; hisse başına elde edilen kar ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

Bu oran, yatırımcıların 1 TL kazanmak için hisse senedine ne kadar ödemeye razı olduklarını gösterir. Yüksek fiyat/kazanç oranına sahip bir hisse senedi için yatırımcılar; firmanın iyi büyüme olanaklarına sahip olduğunu veya elde ettikleri kazançların güvenilir ve sonuç olarak da daha değerli olduğunu düşünürler. Elbette bu, kazançların baskı altına alındığı anlamına da gelebilir. Eğer bir firma sıfır kazanç elde etmişse, onun fiyat kazanç oranı sonsuz olur (Brealey ve Myers, 2003: 829).

Oranın yüksekliği, hisse senedinin borsa değerinde aşırı şişkinliği de gösterebilir. Yüksek fiyat/kazanç oranının kabul edilebilmesi için, yatırımcıların, firmanın hızlı büyüme potansiyeline inanmaları gerekir. Bu oran, firmanın algılanan riskinin bir fonksiyonu olup, bu durumun etkileri özsermaye maliyeti boyutunda ortaya çıkmaktadır. Özsermaye maliyetinin nispeten yüksek olduğu bir firmada, oran daha düşük olmaktadır (Karakozak, 2012: 72).

1.3.4.5.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

“Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı”, yatırımcıların firmaya nasıl baktığını gösteren diğer bir orandır (Brigham ve Houston, 2001: 103). Bu oran, firmanın borsa değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{İşletmenin Toplam Borsa Değeri}}{\text{Özkaynaklar Toplamı}}$$

Bu oran hisse senedi yatırımcılarına alma, satma ya da elde tutma kararlarında yardımcı olmaktadır. Katsayı büyüdükçe hisse senedinin fazla değer kazandığı anlamı çıkar. Yani bu katsayının artması hisse senedinin satılması; küçülmesi ise satın alınması meylini desteklemektedir (Çabuk ve Lazol, 2010: 238).

1.3.4.5.3. Hisse Başına Kar Oranı

Borsa performans oranlarından sonuncusu, hisse başına kar oranıdır. Bu oran, firmanın her hisse senedi başına ne kadar kar elde ettiğini gösterir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır;

$$\text{Hisse Başına Kar Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Söz konusu oran, bir hisse senedi başına düşen dağıtılacak kar payı tutarını gösterir. Hisse senedi değerlendirme modellerinden biri olan “temettü büyüme modeli”nin temelini oluşturan bu oran aynı zamanda yönetimin izlediği yatırım politikası hakkında yatırımcılara fikir vermektedir. Dolayısıyla oran, hisse senedi değerini etkileyen faktörlerden biri olarak kabul edilmektedir (Onat, 2007: 76).

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİRMA DEĞERİ KAPSAMI, FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR

2.1. Firma Değeri Kapsamı

2.1.1. Firmanın Amacı

Firmalar faaliyetlerini sürdürürken birtakım amaçlara ulaşmayı hedeflerler. Bir firmanın amacı; varlığını devam ettirmek, satışlarını ve pazar payını artırmak, istihdam sağlamak, mal ve hizmet üretmek, rakiplerine karşı üstünlük sağlamak ve karını maksimum seviyeye çıkarmak olarak ifade edilebilir.

Sayılan bu amaçlar arasında ilk sırada kar maksimizasyonu amacı gelmektedir. 1900'lü yılların başından itibaren firma karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı, bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok tartışmaya konu olmuştur. Kar kavramı, tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Maksimize edilmeye çalışılan karın, kısa ya da uzun vadeli kar mı veya karlılık oranı ya da kar tutarı mı olduğu konusunda ortak bir karara varılmamış olup, karın daha çok subjektif bir anlam taşıdığı ifade edilmektedir. Ayrıca, değişik zaman aralıklarında, kar sağlayan yatırım projeleri arasındaki seçimde ortaya çıkan belirsizlik ve yatırımlardan beklenen nakit akışlarının dikkate alınmaması da kar maksimizasyonuna getirilen başlıca eleştirileri oluşturmaktadır (Savsar, 2012: 34).

Kar maksimizasyonuna getirilen eleştiriler ve küreselleşmeye bağlı olarak ortaya çıkan değere dayalı yönetim; firma amacının tanımının da değişmesine neden olmuştur. Değere dayalı yönetim, değer yaratmayı amaçlayan, teşvik eden ve değeri ölçen bir yönetim sistemi olup 1980'li yıllardan başlayıp 1990'lı yılların sonuna kadar geçen süreçte, firma başarısına bakış açısı değişmiş, firmanın felsefesinin merkezine hissedarlara

değer yaratmayı koyan; hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre firmanın stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performans izlemesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır (Ercan ve Ban, 2005: 333).

Özetle, son zamanlarda firmaların en temel amacı, kar maksimizasyonundan hisse senedi piyasa değeri maksimizasyonuna dönüşmüştür. Bu durumda daha çok kar eden ya da daha çok satış hasılatı elde eden firmalar değil, firma değerini en yükseğe çıkaran, diğer bir ifade ile değere dayalı yönetim biçimini benimseyen firmalar bu amaca yaklaşmış olacaktır (Demirkol, t.y.).

2.1.2. Firma Değeri Kavramı ve Önemi

2.1.2.1. Firma Değeri Kavramı

Firmalar açısından değer ne olduğu ve değer ölçülmesi oldukça kompleks bir konudur. Çünkü bir firmanın değeri, büyük ölçüde firmanın içinde bulunduğu duruma (işleyen, özel veya iflas sürecinde bir firma mı?), değerlendirme ile ilgili kişilere (kimin için değer?, kime göre değer?), değerlendirme amacına (ne için değerlendirme yapılıyor?) ve değerlemede kullanılan tekniğe bağlı olarak değişecektir (Çam, 2010: 52). Bu sebepten dolayı literatürde yer alan firma değeri tanımları da farklılık göstermektedir.

Bir firmanın değeri, bir firma için tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan, takdir ettikleri alım-satım bedeli olarak tanımlanabilir (Arkan, 2010: 23). Firma değeri ve firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen, firmanın borç ve özsermayesinin cari tutarlarının toplam değeridir (Bayırlı, 2006: 53).

Başka bir tanıma göre, firma değeri; firmaların kuruluşundan başlayarak şekillenen, üretilen malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olunması, firma içi ve dışı ilişkilerin olumlu olması, ekonominin durumu ve endüstrinin genel seyri gibi unsurlardan etkilenecek ortaya çıkan bir kavramdır (Düzer, 2008: 26).

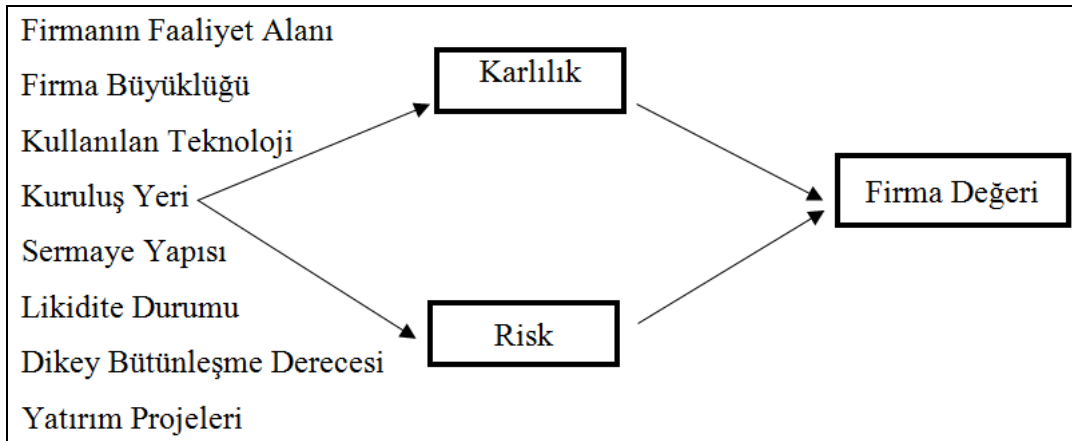
Sonuç olarak firma değeri; bir firmanın likidite durumuyla, sermaye yapısıyla, faaliyetleri konusunda almış olduğu kararlarla, karlılık hedefleriyle ve daha birçok değişkenle ilişkili bir kavramdır.

2.1.2.2. Firma Değerinin Önemi

Günümüzde, firmaların esas amacının kar maksimizasyonundan piyasa değeri maksimizasyonuna yönelmiş olması; firma değeri kavramını daha da önemli kılmıştır. Bu durum ise; firma ile ilgili çıkar gruplarının firmanın değerini bilmek konusundaki merakını artırmıştır.

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Finansmana ilişkin kararlar, bir yandan firmanın gelecekteki akışının büyüklüğünü etkilediği gibi, diğer yandan firmanın risk derecesini de etkilemektedir. Günümüzde finansal kararların odak noktasını, firmanın değerini etkileyen kararlar ve faaliyetler oluşturmaktadır (Savsar, 2012: 36). Firmanın değerini etkileyen bu kararlar ve politikalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2: Firma Değerini Etkileyen Değişkenler



Kaynak: Çam, 2010: 53

Tablo 2’den de görüldüğü gibi; firma değeri ile ilgili alınacak kararlar ve politikalar firmanın karlılığını ve riskini etkileyecek; karlılık ve risk ise firma değerini belirleyecektir.

Firma değerinin bilinmesi birçok konuda büyük önem taşımaktadır. Bu konular şunlardır (Arkan, 2010: 24-25; Bykkonuklu, 2011: 10):

- Firma birleşmelerinde,
- Firma alım-satımlarında,
- Firmaların hisse senetlerinin pazarlanmasında,
- Firmaların halka aılmasında,
- Firmaların ortaklarının kar dağıtım oranlarının belirlenmesinde,
- Firmaya ortak olma veya ayrılma durumunda,
- Kredi güvenirliğinin araştırılmasında,
- şahıs firmalarının sermaye firmalarına dönüştürülmesinde,
- zelleştirmelerde,
- Firmaların tasfiye edilmesinde ve yeniden yapılandırılmasında,
- Firmanın geleceğini planlamak istemesinde,
- Varlıkların paylaşılmasında,
- Firmaya ait bilgileri içeren kişisel bir finansal tablo hazırlama isteğinde,
- Firmanın gayrimenkul ve veraset vergilerinin ödenmesinde önem taşımaktadır.

Yukarıda maddeler halinde ifade edilen konuların her biri için firma değerinin bilinmesi önemli olmakla birlikte; firma birleşmelerinde, satın almalarda ve firmaların halka aılmasında, firma değerinin bilinmesi çok daha önemlidir.

Firma birleşmesi, iki veya daha fazla firmanın büyümek amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuki açıdan bir araya getirerek işbirliği yapmalarıdır. Firmalar, bu süreçte büyüme, sinerji yaratma, yatırım maliyetlerini düşürme, daha büyük borçlanma kapasitesi yaratma, riski dağıtma, vergi avantajlarından yararlanma, maliyet tasarrufu sağlama ve büyüklüğün sağladığı avantajlardan yararlanmak amacıyla hareket etmektedirler. Bu süreçte satın alınacak veya birleşmeye konu olacak firmaların kendi dinamikleri ve evre koşullarındaki değerlendirmelerinin tespit edilmesi ve süreç içerisinde piyasa değeri ile karşılaştırılması önem arz eder (Aydin, 2012: 95).

Halka açılmada, firmanın gerçek değerinin belirlenmesi oldukça önemlidir. Halka açılma sürecinde firma sahipleri hisse senetlerini olabildiğince yüksek fiyattan satmak isterken yatırımcılarda en düşük fiyattan talep emektedirler. Birbiriyle ters ilişki halinde olan bu durum, piyasa arz-talep dengesine bağlı olarak fiyatı oluştururken firmanın piyasa değerliliğinin doğru tespit edilerek fiyatın en uygun noktada alıcı ve satıcı arasında oluşmasını da sağlamaktadır (Aydin, 2012: 95).

Firma değerini önemli kılan nedenlerden biri de; firma ile ilişkili olan çıkar gruplarının (ortaklar, kreditorler, devlet, çalışanlar, vb.) firma değerinden kendi çıkarları doğrultusunda etkilenecek olmalarıdır. Örneğin; ortaklar, yatırım yaptıkları firmanın sürekli olarak yüksek getiriler sağlamasını hedefleyerek, firmaya yatırım yaparlar. Eğer firma değerini artırabiliyorsa, ortakların varlıklarının değeri de artacak demektir. Kreditorler ise; piyasa değeri yüksek olan firmalarla çalışmak isterler. Çünkü, firma değerinin yüksek olması, kreditorlerin verdikleri krediyi zamanında tahsil edebilecekleri anlamına gelir. Sonuç olarak, firma içi ve dışı çıkar grupları farklı nedenlerden dolayı, firma değerini bilmek isteyecektir. Bu amaca ise, çeşitli yöntemler kullanarak ulaşabileceklerdir.

2.2. Firma Değerleme Yaklaşımları ve Yaklaşımlara Ait Yöntemler

Firma değerlemesi konusunda 3 temel yaklaşım vardır. Bunlar; maliyet yaklaşımı (aktif bazlı yaklaşım), gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımıdır. Sayılan bu yaklaşımlar ve yaklaşımlara ait yöntemler Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Firma Değerleme Yaklaşımları ve Yaklaşımlara Ait Yöntemler

Maliyet Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı
Defter Değeri Tasfiye Değeri Yerine Koyma Değeri İşleyen Teşebbüs Değeri Net Aktif Değeri	Gelirlerin Kapitalizasyonu Ekonomik Katma Değer İndirgenmiş Nakit Akımları	Fiyat/Kazanç Oranı Fiyat/Nakit Akımı Piyasa Değeri/Defter Değeri Fiyat/Satış Oranı

Tablo 3'te gösterilen yaklaşımlardan maliyet yaklaşımı firmanın geçmiş performansı ile, gelir yaklaşımı gelecek beklentisiyle ve son olarak piyasa yaklaşımı

mevcut durumu ile ilişkilidir. Ana hatları ile özetlenen bu yaklaşımların her biri aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

2.2.1. Maliyet Yaklaşımı

Firma değerlendirme yaklaşımlarından ilki maliyet yaklaşımıdır. Maliyet yaklaşımına; “aktif bazlı değerlendirme yöntemi” veya “varlığa dayalı yöntem” de denilmektedir. Maliyet yaklaşımını temel alan yöntemler, faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri olmayan ama varlık değeri olan firmaların değerlemesinde kullanılan yöntemlerdir (İstanbul YMM Odası Raporu, 2008: 16).

Maliyet yaklaşımında amaç, değerlendirilmekte olan varlığın yerine koyma veya üretim maliyetinin tahmini ile bir değer göstergesi elde etmektir. Bu yaklaşım, değerlendirilmekte olan varlık ile tamamıyla aynı veya eşit yarar sağlayan yeni bir varlığın elde edilmesinin maliyetinin, mevcut varlığın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı faydanın ekonomik değeri ile orantılı olduğu varsayımına dayanır (Savsar, 2012: 40).

Bu yaklaşımda firma değerlemesi, varlıklar esas alınarak yapılır. Bu nedenle yaklaşım, firma bilançosunda görülmeyen ancak firma değerini artırıcı yönde etkisi olan; müşteriler, yönetim, itibar gibi değerleri dikkate almaz.

Maliyet yaklaşımı entelektüel varlıkların henüz yeni gelişmekte olduğu ya da gelir getirmeye başladığı aşamalarda kullanılmaktadır. Araştırmacılar bu yaklaşımın kullanımı konusunda bazı uyarılarda bulunmaktadır. Çünkü entelektüel sermayenin geliştirilmesi için katlanılan maliyetlerin tamamı, özellikle teknoloji yönelimi olan bir varlık ise, bu varlığın değerini tam olarak yansıtmamaktadır. Maliyet yaklaşımının uygulanmasında dikkate alınması gerekli konular şunlardır (Akmeşe, 2006: 47-48):

- Değerlemede, yenileme ve yerine koyma yöntemlerinden hangisinin uygulanacağını belirlenmesi.
- Değerlemede, fiziksel, işlevsel, teknolojik ve ekonomik olarak değer azalması etkenlerinden hangisinin uygulanacağını belirlenmesi.

- Varlığın yeniden üretilmesi için gerekli işgücü miktarı ve bunların mesleki nitelikleri (vasıfsız işçi, teknisyen, mühendis, uzman gibi) ve ortalama ücret düzeyinin belirlenmesi.
- Bu verilere göre yenileme maliyetlerinin tahmini.
- Tahmini yenileme maliyetlerinden değer azalması etkenlerinden düşülmesi.
- Net yenileme maliyeti varsa varlığın piyasa değeri ile kıyaslanması.

Yaklaşım daha ziyade dökümhane, çelik işleme fabrikası, kömür işletmesi, nükleer santral, güç merkezleri ve uzay yer istasyonları gibi özellik ve uzmanlık arz eden varlıkların değerlemesinde kullanılır. Ayrıca bilgisayar yazılımları, işgücü ve araştırma geliştirme faaliyetlerinde de en uygun yöntemdir (Düzer, 2008: 30).

Maliyet yaklaşımını temel alan yöntemler şunlardır:

- Defter değeri yöntemi
- Tasfiye değeri yöntemi
- Yerine koyma değeri yöntemi
- İşleyen teşebbüs değeri yöntemi
- Net aktif değeri yöntemidir.

2.2.1.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri, firmanın finansal tablolarındaki özsermaye toplamıdır. Özsermaye ise, toplam varlıklardan toplam yabancı kaynakların çıkartılması ile bulunur. Defter değeri yöntemi, bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak firmanın net varlıklarını (varlıklar-yükümlülükler) değerlemek olarak tanımlanabilir. Bu yöntemde firmanın değerinin net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır (Demir ve Bahadır, 2007: 66).

Firmaların varlık ve kaynak yapısını yansıtan bilançolar fiyat hareketlerinden büyük ölçüde etkilenmekte, enflasyon dönemlerinde gerçeği yansıtmamaktadır. Varlıklar edinildikleri tarihteki nominal değerleriyle bilançoda gösterilmekte, bu da varlıkların defter değerlerinin piyasa değerlerinden farklılaşmasına neden olmaktadır. Bu yüzden

enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde hisse senetlerinin defter değeri yöntemi ile değerlendirilmesi çok anlamlı sonuçlar üretmez (Arkan, 2010: 47).

Defter değeri yönteminin önemli olduğu durumlar şöyle sıralanabilir (Aydın, 1988: 67):

- Sermaye pazarlarının ve/veya ekonominin daraldığı ve uygun bir fiyatla yeni menkul kıymetlerin pazarlanmasının zor olduğu durumlarda,
- Firmanın hisse senetlerinin defter değeri cari piyasa değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu durumlarda,
- Bankalar gibi varlıklarının önemli bir bölümü “parasal varlıklar” olan finansal kurumlarda önemlidir.

2.2.1.2. Tasfiye Değeri Yöntemi

Maliyet yaklaşımını esas alan yöntemlerden biri de tasfiye değeri yöntemidir. Tasfiye değeri, bir firmanın faaliyetlerinin tamamen sona ermesi durumunda ortaya çıkan değerdir. Tasfiye değeri aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Varlıkların Cari Piyasa Değeri} - \text{Toplam Yükümlülükler}$$

Yukarıdaki formülden de görüldüğü gibi tasfiye değeri, firmanın sahip olduğu varlıkların satılması sonucu elde edilecek tutardan tüm borçların çıkartılması ile bulunan net değerdir. Firmanın faaliyetlerini sürdürürken tüm varlıklarının değeri, genellikle, bu değer üzerinde. Eğer bunun tersi söz konusu ise, bir başka deyişle, piyasa fiyatı tasfiye değerinin altına düşmüşse, bu hisse senetleri firmaları ele geçirmekle uğraşan yatırımcılar için cazip hale gelmektedir. Firma ele geçirme faaliyetlerinin birçoğu, piyasa fiyatı likidasyon değerinin altına düşmüş firmaların hisse senetlerinin, yönetimi ele geçirecek oranda piyasadan toplanmasıyla gerçekleştirilmektedir (Özdemir, 2007: 24).

Tasfiye değeri, genellikle defter değerinden yüksektir. Bunun nedeni, tasfiye değerinin cari piyasa fiyatları ile hesaplanmasına karşın, defter değerinin (yeniden değerlendirilme olmadığı varsayımı ile) tarihi maliyetler ile hesaplanmasıdır. Fakat enflasyon

muhasebesi uygulaması ile varlıkların ikincil piyasasının bulunmayışı, defter değerini tasfiye değerinin üzerine çıkartabilmektedir (Sevinç, 2008: 55).

2.2.1.3. Yerine Koyma Değeri Yöntemi

Yerine koyma değeri, kurulu bir tesisin yeni baştan inşa edilebilmesi için yapılacak harcamaların toplamıdır. Başka bir ifade ile değerlendirme tarihinde, değerlemeye konu olan tesis ile bütün özelliklerinin aynı olduğu başka bir tesisi elde etme maliyetidir.

Firmanın sahip olduğu varlıkların aynı özelliklere sahip olanlarını piyasada bulmak zor olduğundan, o varlıklara benzeyen başka ekipmanların yerine koyma maliyetleri hesaplanmaya çalışılır. Yerine koyma değeri hesaplanırken değerlemecilerin hepsi aynı düşünceyi paylaşmasa da genel olarak tüketici fiyat endeksi kullanılır. Fakat fiyat endeksi kullanıldığında varlığın yıpranma payı dikkate alınmamaktadır. Bundan başka tüketici fiyat endeksindeki artışa rağmen bazı varlıkların fiyatlarında önemli düşüşler görülebilir. Yenileme değeri bu düşüşleri de yansıtmaz. Bu yüzden yenileme maliyeti hesaplanırken firmanın sahip olduğu her bir varlık için ayrı ayrı hesaplama yoluna gidilmelidir (Düzer, 2008: 31).

Satış fiyatlarının devlet tarafından belirlendiği elektrik, doğal gaz, su ve kanalizasyon gibi hizmetlerin sağlandığı firmalarda, firma değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir (Şirket Değerleme Yöntemleri, (t.y), www.baskent.edu.tr/).

2.2.1.4. İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi

İşleyen teşebbüs değeri, firmanın bir bütün olarak devredilmesi durumunda ortaya çıkan değerdir. İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken, firmanın şerefîye ve entelektüel sermaye gibi maddi olmayan duran varlıkları dikkate aldığından, elde edilecek değer stratejik fırsatları yansıtan bir değer olacaktır (Çam, 2010: 72). İşleyen teşebbüs değeri; firmanın şerefîyesini, maddi ve maddi olmayan duran varlıklarını da dikkate aldığı için, defter değerinden daha yüksek hesaplanmaktadır. İşleyen teşebbüs değeri aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

İşleyen Teşebbüs Değeri = Net Aktif Toplamı+Şerefiye

Bir firmanın gerçek değeri ile defter değeri ve tasfiye değeri arasındaki fark çoğunlukla işleyen teşebbüs değerinin varlığı ile açıklanabilir. İşleyen teşebbüs değeri aşağıda belirtilen üç temel unsur ile ilişkilendirilir (Kurtuldu, 2007: 73-74):

- Fazla kazanç gücü: Firma varlıklarından gerekli kazanç oranının üzerinde bir kazanç elde etme yeteneğine sahip ise, firmanın değeri, defter değerinden fazla olur.
- Maddi olmayan varlıklar: Firmaların bilançolarında görülmeyen bu varlıklar sahip olunmaları veya kullanılmaları dolayısıyla bir değere sahiptir.
- Gelecek yatırımlar değeri: Yatırımcılar varlığın gelecekte karlı yatırımlar yapma fırsatları elde edeceğini düşünüyorlarsa, bugünkü değerinden daha fazlasını ödemeye razı olacaklardır.

Tasfiye değeri ile işleyen teşebbüs değeri arasında bir fark vardır. Tasfiye değeri, firmanın piyasa değerini belirlemede alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır (Güler, 2010: 34).

2.2.1.5. Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri yöntemi, bir alıcının bir firmayı almak için ödeyeceği paranın en az o firmanın bütün varlıklarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya varlıkların yenileme değerine eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır (Gündüz, t.y).

Net aktif değeri, firmanın aktiflerinin piyasa değeri toplamından borçların piyasa değerlerinin çıkarılması sonucu bulunan değerdir. Net aktif değeri, aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

Net Aktif Değer = Aktiflerin Piyasa Değeri-Borçların Piyasa Değeri

Net aktif değer yöntemi çoğunlukla indirgenmiş nakit akımları yönteminin sağlıklı sonuçlar vermeyeceğine inanıldığı durumlarda uygulanır. Söz konusu yöntem, firmanın

şerefiyesini ve geleceğe ilişkin beklentilerini göz önüne almaması bakımından indirgenmiş nakit akımı yönteminden farklıdır. Bu yöntem özellikle gelecekte sağlanacak nakit akımlarını göz ardı ederek firmayı durağan olarak değerlemesi nedeniyle eleştirilmektedir. (Ünlü, 2008: 125).

Net aktif değeri yöntemi genellikle şu durumlarda kullanılmaktadır (Chambers, 2009: 212):

- Firmanın finansal yapısı zayıf ve zarar etmekteyse,
- Firma yükümlülüklerini karşılayacak kadar nakit yaratamıyorsa,
- Firma faaliyetlerini yavaşlatmış veya durdurmuşsa,
- Firma faaliyetlerine kısa süre önce başlamışsa,
- Firmanın varlıkları oldukça değerli ise,
- Firma know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse kullanılan bir yöntemdir.

2.2.2. Gelir Yaklaşımı

Firma değerlendirme yaklaşımlarından bir diğeri, gelir yaklaşımıdır. Gelir yaklaşımı; firmanın değerinin, geçmişte elde ettiği veya gelecekte elde edeceği gelirlerle ilişkili olduğu varsayımına dayanır.

Bu yaklaşımda, ilgili varlığın gelir üretme kapasitesi dikkate alınmaktadır. Varlıklar gelir elde ettiği sürece bir değer ifade ettiklerinden firmanın gelecekte elde edeceği nakit girişlerinin önemli bir faktör olduğu ve firmanın değerini bu potansiyel nakit girişlerinin oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda değer varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir. Bu yaklaşıma göre değer saptanmasında dikkate alınması gereken üç bileşen; gelir tutarı, gelirlerin gerçekleşme süresi ve tahmin edilen gelirin elde edilme olasılığıdır (Chambers, 2009: 206).

Yaklaşım, kimi kaynaklarca gerçek değer en iyi göstergesi olarak nitelenmekle birlikte, gelecekte elde edilmesi beklenen kazançların belirli bir zaman dilimi için (beş yıl ve daha uzun süreler için) tahmininin yapılamadığı, iskonto oranının, söz konusu gelir

akımlarının elde edilmesindeki riskliliği yansıtabilecek şekilde belirlenmesinin zor olduğu durumlarda uygulanması güçleşmektedir. Bu nedenle, bu yaklaşım özellikle değerlendirmekte olan varlıktan elde edilecek gelir akımlarının miktarının ve gelirin elde edilme süresinin sözleşmelerle belirlendiği durumlarda, örneğın lisans, patent, marka ve telif hakları ve franchise sözleşmelerinin değerlendirilmesinde kullanılabilen en uygun yöntemdir (Arkan, 2010: 49).

Gelir yaklaşımını temel alan yöntemler şunlardır:

- Gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi
- Ekonomik katma değer yöntemi
- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi

2.2.2.1. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi

Bu yöntem, firmanın kazanç potansiyeli üzerine kurulmuştur. Firma; aktiflerinin piyasa değeri göz önüne alınmaksızın, işleyen bir teşebbüs olarak kazanç sağlama potansiyeline bakılarak değerlendirilir. İlk aşamada, firmanın geçmiş yıllarda elde ettiği gelirler üzerinden bir gelir rakamı belirlenir. Bu gelir; vergiden önceki gelir, vergiden sonraki gelir ya da kar payı gibi farklı gelir türleri olabilir. Yöntemin ikinci aşaması, belirlenen gelir rakamına uygulanacak kapitalizasyon oranını belirlemektir. Bu oran, yatırımdan beklenen getiri oranını ifade etmektedir. Bu yüzden, satın almada borç kullanılıyorsa, söz konusu oran için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de kullanılabilir. Oran daha hassas bir şekilde hesaplanmak istenirse, bu orandan firmanın büyüme oranı çıkarılabilir. Böylece firmanın büyüme potansiyeli de hesaplamaya dahil edilmiş olur (Düzer, 2008: 35-36).

2.2.2.2. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Globalleşme ve artan rekabet koşulları, finansal ve faaliyetlerle ilgili kararlarda kullanılabilen etkin bir performans ölçüm sistemine olan gereksinimi artırmıştır. Firmalar, sağlıklı bir biçimde gelişmek ve değerlerini en yüksek düzeye çıkarmak için kullandıkları performans ölçüm yöntemlerinde öncelikle değer yaratma amacını ön plana çıkarmaktadır. Bu gereksinimin sonucunda, 1990'lı yılların başından itibaren yaratılan değerlerin tam ve

doğru ölçülebilmesinde kullanılan ekonomik katma değer (EKD) yöntemi ortaya çıkmıştır (Özütürk, 2010: 35).

Değere dayalı bir ölçüm kriteri olan EKD, yatırıma ayrılan sermaye üzerinden sermayenin maliyeti karşılandıktan sonra sağlanan ilave getiriyi ifade etmektedir. Bu değer, sermaye maliyetini aşan kazanç olması yönüyle firmanın ekonomik kar yaratma yeteneğinin ölçüsüdür. Kullanılan toplam sermaye maliyetine göre firma karının ne kadar fazla ya da az olduğunu gösterirken, temelde vergi sonrası faaliyet karından firmaya yatırılan sermayenin maliyeti düşölerek hesaplanmaktadır. Bu anlamda bu değerin, iki bileşeninden birisi vergi sonrası faaliyet karı (VSFK), diğerisi ise sermaye maliyetidir (Topak, 2010: 19).

$$\text{EKD} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Karı} - \text{Sermaye Maliyeti}$$

Yukarıdaki formülden de görölebileceği EKD, faaliyet karları ile bu karların elde edilmesi için kullanılan sermayenin bütünsel maliyetini birlikte ele alan bir yöntemdir. EKD, borç maliyetinin yanı sıra özsermaye maliyetini de dikkate almasıyla sadece yabancı kaynak maliyetlerini dikkate alan; hisse başına kazanç, özsermaye karlılığı, aktif karlılığı gibi kazançlara dayanan performans ölçütlerinden ayrılır (Yılğör, t.y: 228).

Bu sisteme gerçek anlamda finansal yönetim ve teşvik sistemi için bir iskelet sistemidir denilebilir. Çünkü bu sistem, firmanın üst yönetiminden alt yönetime kadar firma hakkında alınacak bütün kararlarda çalışanlara rehberlik eder. Bu da organizasyonda çalışan herkesin daha başarılı olmasını sağlar. EKD sisteminde kullanılan sermaye maliyeti, iktisatçılar tarafından alternatif maliyet olarak adlandırılmaktadır. Muhasebeye dayanan ölçümlerinin aksine, bu sistem, firmaya yatırılan sermayenin kazandığı ya da kaybettiği değeri ölçmektedir. Bu yöntem, firmalarda etkin olarak uygulandığında, firmanın hangi iş birimlerinin değer yarattığını, hiç yaratmadığını ya da kaybettiğini belirlemede kullanılabilir en iyi finansal göstergelerden biri olduğu yapılan analizlerle saptanmıştır (Yılmaz, 2013: 15).

Yöntemin firmaya kattığı özellikler şunlardır (Geysler ve Liebenberg, 2003: 108; Yıldız ve Karaca, 2011: 7):

- Daha iyi kararlar almak,
- Gelişme fırsatlarını belirlemek,
- Firma için kısa ve uzun dönem faydaları düşünmek,
- Daha az sermaye ile daha çok iş yapmak,
- Mevcut sermaye ile verimli çalışmak ve firma karını artırmak,
- Planlama ve yönetimde ortak dil oluşturmak,
- Değer yaratmada sorumluluk duygusu kazandırmak,
- Yöneticileri kendi işinin sahibi gibi düşünmeye teşvik etmek,
- Günlük faaliyet kararları ile uzun dönemli stratejiler arasında bağ kurmak.

2.2.2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi, Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. Yönteme göre, eğer yatırımın getirisi, eşit düzeyde riske sahip alternatif yatırım getirilerinin üstünde ise, bu yatırım firmaya değer katar. Başka bir ifadeyle, sermaye karlılığı daha yüksek olan bir firma daha düşük bir yatırım harcaması ile diğer bir firmayla aynı düzeyde net kar elde edebilir. Bu da gelecek dönemlerde daha yüksek nakit akımı elde ederken daha değerli bir firma olacağı anlamını taşır. Firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır (Ünlü, 2008: 86).

İNA yöntemi, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlemenin yapıldığı tarih itibari ile belirlenmiş olan iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirgeyen yöntem olarak tanımlanmaktadır. Bu yönteme göre firma değeri; firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetime bakış açısı, geleceğe yönelik planları, marka değeri ve sahip olduğu entelektüel sermayesi gibi çok sayıda değer yaratan unsurun dikkate alınıp gelecekte firmanın yaratması beklenen nakit akımlarının tahmin edilerek bugünkü değer hesaplanması ile bulunmaktadır (Aydın, 2012: 103). Başka bir ifade ile, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır (Önal ve diğerleri, 2005: 370). Bu yöntemde firma değeri; indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıkların toplamından muhtemel finansal borçların düşülmesi ile bulunur (Düzer, 2008: 33).

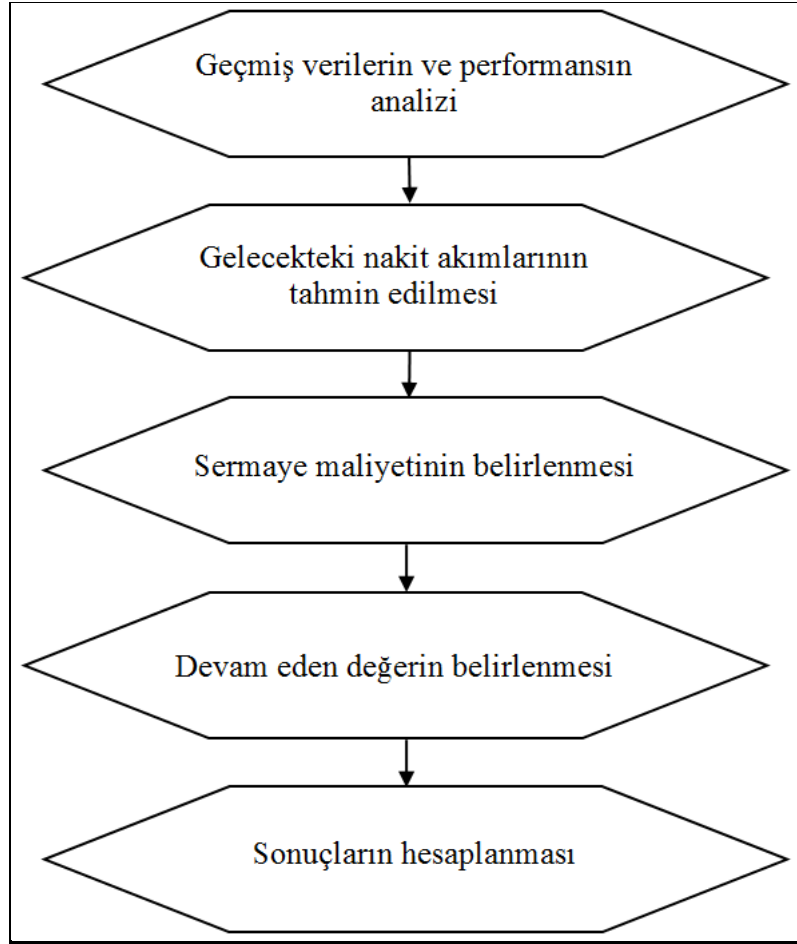
Paranın zaman değerini dikkate alan bu yöntemin uygulanması için üç değişkene ihtiyaç vardır. Bunlar; yıllar itibariyle gerçekleşecek nakit akımları, nakit akımlarını bugüne indirgeyecek olan iskonto oranı ve firmanın ömrünün sınırsız kabul edilmesi nedeniyle sonsuza kadar devam etmesi beklenen devam eden değerdir.

Geleceğe yönelik nakit akımlarının tahmin edilmesinde geçmiş verilerden de yararlanılabilir. Bunun için geçmiş dönemlerde gerçekleşen nakit akımlarının belirli yöntemlerle (aritmetik ortalama, geometrik ortalama, basit regresyon analizi vb.) ortalaması hesaplanır ve elde edilen trendin gelecekte de belli bir süre devam edeceği varsayılır. Bu süre için yaklaşık 5 ile 10 yıllık dönemler öngörülür. (Kırlı, 2005: 160).

Yöntemin uygulanması için gerekli olan değişkenlerden biri de iskonto oranıdır. İskonto oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerine odaklıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti; yatırımları kapsayan tüm maliyetlerin; zsermaye ve borcun ağırlıklı ortalamasıdır. Bu oran aynı zamanda nakit akış riskini de yansıtır (Simona ve diğerleri, t.y.: 2).

Devam eden değer ise yöntemin uygulanması için gerekli olan son değişkendir. Devam eden değer, firma ömrünün sınırsız olduğu düşüncesinden hareketle sonsuza kadar devam etmesi beklenen nakit akımlarını tahmin eder. Devam eden değerin hesaplanmasında, nakit akımlarının belli bir büyüme oranıyla büyüyeceği ya da sabit kalacağı varsayılmaktadır (Güler, 2010: 35). Firma değerlemesinde, İNA yönteminin uygulanma süreci Şekil 1’de aşamalar itibariyle gösterilmiştir (Kırlı, 2005: 159).

Şekil 1: İNA Yöntemi'nde Değerleme Süreci



Kaynak: Kırılı, 2005: 159

Şekil 1’de de görüldüğü gibi, önce firmanın geçmiş yıl verileri kullanılarak gelecek yıllara ait nakit akımları tahmin edilir. Daha sonra ise, nakit akımlarını bugüne indirgeyecek olan iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak belirlenir. Son aşamada da devam eden değer bulunması ile firma değeri hesaplanır.

İNA yönteminin üstün yönleri şunlardır (Güler, 2010: 36-37; Hamadi ve Hamadeh, 2012: 110):

- Nakit akımlarına vurgu yapan finans çatısı üzerine odaklı olması,
- Firmanın gerçek değerini belirlemek için kullanılan en önemli ve bilimsel yöntem olması,

- Firmanın gelecekteki performansını firma değerine en iyi yansıtan değerlendirme yöntemi olması,
- Nakit yaratma potansiyeline odaklanması,
- Birçok ekonomik ve firmaya özgü unsurların modelin içine katılabilmesi, değişik senaryoların analizine olanak sağlayan esnek bir yöntem olması,
- Birleşme ve satın almalarda sinerjilerin değerlendirilmesine ve firmanın şerefinessini değerlemeye katmasıdır.

İNA yönteminin bazı eksik yönleri ve kullanılamayacağı alanlar ise şunlardır (Arkan, 2010: 51-52):

- Bu yöntemde, iskonto oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır.
- Gelecek yıllar nakit akımlarının tahmin edilmesi çok zordur.
- Temettü ve vergileme politikası dikkate alınmamaktadır.
- Bu yöntem, küçük firmalar için çok uygun değildir. Çünkü küçük firmaların kazançları genelde firmanın başında bulunan yöneticiye/sahibine bağlıdır ve gelecek kazançlar daha çok kişilere bağlı ve risklidir.
- Halka arzlarda azınlık hisse senetleri piyasaya arz edilirse, yatırımcı için önemli olan nakit akımları değil temettü ödemeleri olacaktır.
- Yüksek teknoloji alanında yatırım yapan firmaların nakit akımları ilk yıllarda negatif olabilir ama ilerleyen yıllarda pozitif dönecektir; bunun tahmini de güç olabilecektir.
- Yöntem teorik olarak sağlam olmakla birlikte uygulamada subjektif sonuçlar vermektedir.

Bu yöntemde firma değerlemesi iki yönleme göre yapılmaktadır. Bunlar; firmaya serbest nakit akımları (FSNA) yöntemi ve özkaynağa serbest nakit akımları (ÖSNA) yöntemidir.

FSNA yönteminde firmanın değeri bulunurken serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugüne indirgenir. Bu yöntemde serbest nakit akımları firmanın borçluluk düzeyinden etkilenmez. Firmanın borçluluk düzeyinden etkilenen

değişken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ancak sermaye maliyeti hesaplanırken ağırlıklandırmaya esas alınan belirli bir borç ve özkaynak tutarı vardır. Sermaye maliyeti, bu tutarlara göre belirlendikten ve firma değeri buna göre hesaplandıktan sonra, borç ve özkaynak tutarında ciddi değişiklikler olursa, doğal olarak sermaye maliyeti değişeceğinden, bulunan firma değeri gerçeği yansıtmayacaktır. Bu nedenle başlangıçta öngörülen hedef borç ve özkaynak tutarının son derece sağlıklı olması gerekmektedir (Arkan, 2010: 54-55). Bu yöntemle göre firma değeri şu şekilde hesaplanır;

$$FSNA = \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}(1-\text{Vergi Oranı}) + \text{Amortismanlar} - \text{Sermaye Harcamaları} - \text{İşletme Sermayesindeki Değişim}$$

ÖSNA yönteminde, firmanın faaliyetlerinden kaynaklanmayan finansal gelirler-giderler, diğer gelirler-giderler gibi kalemlerde dikkate alınır. ÖSNA, firma finansal yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra yani firmaya borç verenlere ödeme yapıldıktan sonra firmanın ortaklarına kalan nakdi ifade etmekte ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 10-11).

$$\text{ÖSNA} = \text{Net Kar} + \text{Amortisman Giderleri} - \text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} - \text{Borç Anapara Ödemeleri} + \text{Yeni Borç İhraçları} - \text{Sabit Sermaye Harcamaları}$$

2.2.3. Piyasa Yaklaşımı

Firma değerlendirme yaklaşımlarından sonuncusu, piyasa yaklaşımıdır. Piyasa yaklaşımına aynı zamanda “Piyasa Çarpanları Yöntemi” veya “Göreceli Değerleme Yöntemi” de denilmektedir.

Uygulaması çok kolay olan ve borsa analistlerinin sıklıkla kullandığı bu yöntem yatırımcıların potansiyel pazar algılamasını yansıtır (Konuk, 2006: 52). Piyasa yaklaşımını temel alan yöntemlerin hepsinde sektör ortalamaları veya karşılaştırılabilir firmaların oranları temel alınarak değerlendirme yapılmaktadır. Bu yaklaşımın firma değerlemesinde popüler olmasının nedeni, özellikle indirgenmiş nakit akımları vb. yöntemlerde olduğu gibi birçok varsayım yapılmasını gerektirmemesi, kullanıcılar açısından daha anlaşılır ve

gerçekçi olması ve bu yöntemlerin sektörün gerçek durumunu yansıtmasıdır (Savaşkan, 2005: 7).

Piyasa yaklaşımı iki varsayıma dayanmaktadır. Birincisi, değerlendirme yapılacak firmaya benzer firmaların gelecekte beklenen ekonomik faydalarının, değerlemesi yapılan firmanınkilerle aynı oranda büyüyeceği ve aynı risk düzeyinde yer alacağı varsayımdır. İkinci varsayım ise firmanın değerinin, ekonomik faydadaki değişimle doğru orantılı olarak ve aynı oranda değişeceği (Arkan, 2010: 58).

Piyasa yaklaşımında, firma değerinin hesaplanması üç aşamada gerçekleşir. İlk aşamada, değerlemede kullanılacak oranlar belirlenir. İkinci aşamada, firmanın karşılaştırılabileceği denklikte firmalar bulunur. Son aşamada ise, karşılaştırmalar yapılarak, firmanın değeri hakkında bir yargıya varılır.

Bu yaklaşımın en önemli dezavantajı, karşılaştırılması yapılacak firmaların bulunmasıdır. Çünkü karşılaştırılması yapılacak firmaların birbirine denk firmalar olması gerekir. Ancak piyasada yer alan firmaların yapılarının birbirinden farklı olması, değerlendirme yapılacak firmaların piyasada benzerlerinin bulunmasını zorlaştırmaktadır.

Piyasa yaklaşımının uygulanmasında dikkate alınması gereken hususlar şu şekilde sıralanabilir (Akmeşe, 2006: 49):

- Değerlemeye esas alınacak emsal niteliklere sahip varlıkların bulunduğu piyasa belirlenecektir.
- Bu piyasalarda emsal alınacak varlıkların piyasa değerleri belirlenecektir.
- Değerlenecek varlığa yapılan yatırımın varsa geçmiş getirisi belirlenecektir.
- Değerlenecek varlığın gelir yaratma kapasitesi belirlenecektir.
- Emsal alınacak varlıkların gelecekteki getiri oranları belirlenecektir.
- Değerlenecek varlık için belirlenen getiri oranları kullanılarak varlığın gelecekteki getirisi belirlenecektir.
- Emsal alınan varlığın faydalı ömrü belirlenecektir.
- Değerlenecek varlığın faydalı ömrü belirlenecektir.
- Emsal alınan varlığın değer azalma miktarı ve etkenleri belirlenecektir.

- Değerlenecek varlığın değer azalma miktarı ve etkenleri belirlenecektir.

Piyasa yaklaşımını temel alan yöntemler şunlardır;

- Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi
- Fiyat/Nakit Oranı Yöntemi
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi
- Fiyat/Satış Oranı Yöntemi

2.2.3.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Piyasa yaklaşımını temel alan yöntemlerden biri olan fiyat/kazanç (F/K) oranı, firmanın hisse senedi fiyatı ile hisse başına karı arasındaki ilişkiyi gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{F/K Oranı} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

Bu oran, firmanın her bir TL'lik hisse başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir. Başka bir ifade ile firmanın 1 TL'lik hisse başı karına karşılık, piyasadaki değerinin ne olacağı konusu hakkında bilgi verir.

Yüksek F/K oranına sahip bir hisse senedi için yatırımcılar; firmanın iyi bir büyüme olanaklarına sahip olduğunu veya elde ettiği kazançların güvenilir ve sonuç olarak da daha değerli olduğunu düşünürler. Elbette bu, kazançların baskı altına alındığı anlamına da gelebilir. Eğer bir firma sıfır kazanç elde etmişse, onun F/K oranı sonsuz olur (Brealey ve Myers, 2003: 829).

Hesaplanmasının kolay olması, hesaplamasında gerçek verilerin kullanılması ve kar eden tüm firmalara uygulanabilmesi bu oranın avantajları olarak belirtilebilir. Bu avantajlarına karşın F/K oranı kullanılarak yapılan değerlemede hata yapma olasılığı da bulunmaktadır. Bu oranın hesaplanmasında net karın temel gösterge olarak kullanılması bazı sorunların ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir. Net karın değişik muhasebe uygulamalarından ve/veya enflasyondan etkilenecek gerçek karlılığı yansıtmaması

durumunda elde edilen değerler yanıltıcı olabilmektedir. Bunun yanında söz konusu oranın zarar eden firmalara uygulanamaması ve değerlendirme yapmak için her zaman benzer özelliklere sahip karşılaştırılabilir firmaların bulunmamasındaki güçlükler de bu oranın dezavantajlarını oluşturmaktadır (Öztürk, 2007: 276). Yöntemin diğer bir dezavantajı ise firmanın F/K oranının, hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalardan dolayı her gün değişmesi durumudur. Bu sebeple, firmanın F/K oranının düşük veya yüksek olup olmadığını belirlemek zorlaşır (Oglesby, 2007: 55). Bu anlamda yöntem genellikle, Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok başvurdukları değerlendirme yöntemidir (Ünlü, 2008: 131).

2.2.3.2. Fiyat/Nakit Akımı Yöntemi

Analistlerin, kalite veya kazanç yönetimi konusunda tedirgin oldukları durumlarda, F/K oranına destek olarak kullandıkları yöntemdir (Bergevin, 2002: 324). F/K oranı yönteminde, firma kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak firma değeri hesaplanırken, fiyat/nakit akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer firmaların değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer firmaların fiyatı ile nakit akımları tespit edilerek, değer tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu firma değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı alınmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 34).

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$$

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar+Amortisman)}$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama Fiyat/Nakit Akımı} * \text{Firma Nakit Akımı}$$

2.2.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı; piyasa yaklaşımını temel alan firma değerleme yöntemlerinden birisidir. Bu oran; firmanın piyasa değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{PD/DD Oranı} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri} / \text{Hisse Senedinin Defter Değeri}$$

PD/DD oranı 1'in altına düştüğü takdirde, hisse senedinin ucuz ve dolayısıyla da iyi bir yatırım seçeneği olduğu kabul edilmektedir. Genel olarak, düşük özsermaye karlılığı ve yüksek PD/DD oranına sahip hisse senetlerinin pahalı oldukları kabul edilirken, yüksek özsermaye karlılığına ve düşük PD/DD oranına sahip hisse senetleri ucuz olarak değerlendirilmektedir (Arkan, 2010: 61). Başka bir ifade ile oranın yüksek çıkması, hisse senedinin aşırı değerlendiğini, düşük çıkması ise hisse senedine yatırım yapılması gerektiğini gösterir.

PD/DD yönteminin kullanılmasının nedenleri sıralanacak olursa (Güler, 2010: 25-26):

- Defter değerinin diğer ölçütlere nazaran daha istikrarlı ve piyasa fiyatı ile karşılaştırmada daha sezgisel bir ölçüt oluşturması,
- Aynı muhasebe standartlarını kullanan benzer firmaların karşılaştırmasında, defter değeri yaklaşımı düşük ya da aşırı değerlenmiş olanların belirlenmesinde daha sağlıklı sayılabilmesi,
- Zarar eden firmalar için de hesaplanabilir olmasıdır.

Zarar eden ve dolayısıyla F/K oranı hesaplanamayan firmaların değerlemesinde yol gösterici olan PD/DD oranı; piyasa değeri firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını, defter değeri ise tarihi maliyetleri yansıttığından ötürü önemli hatalara neden olur. Ayrıca firmaların başvurdukları amortisman, stok değerleme ve finansman giderlerinin aktifleştirilmesi veya doğrudan gider yazılması gibi muhasebe uygulamalarındaki farklılıklarda bu oranın yorumlanması esnasında birçok düzeltmeyi de zorunlu kılmaktadır (Ünlü, 2008: 133).

Oran, özellikle aktiflerin ağırlığı yüksek olan veya halen yüksek oranda aktife ve borca sahip bulunan; banka, sigorta ve menkul kıymet firmaları için daha uygundur. Bu endüstrilerde, firmanın piyasa değeri genellikle defter değerine yakın olmaktadır (Savsar, 2012: 51-52).

2.2.3.4. Fiyat/Satış Oranı Yöntemi

Piyasa yaklaşımını baz alan yöntemlerden sonuncusu, fiyat/satış (F/S) oranı yöntemidir. Bu oran firmanın piyasa değerinin, satış hacminin kaç katı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanır;

$$\text{F/S Oranı} = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Satışlar}$$

F/S oranı yöntemi, aynı endüstride çalışan firmaların karşılaştırılmasında en çok kullanılan yöntemlerden birisidir. Bu oranın temelinde yatan varsayım, bir endüstrideki brüt kar marjının ve firma etkinliğinin genellikle benzer olduğudur (Arkan, 2010: 62).

F/K ve PD/DD oranının negatif ve dolayısıyla anlamsız olduğu durumlarda F/S oranının kullanılması uygun olacaktır. F/S oranının diğer bir avantajı da F/K oranı gibi istikrarsız değildir ve firma değerlemesinde kullanılması bu nedenle daha uygundur (Ünlü, 2008: 135).

Oranın satış gelirleri dışındaki gelir tablosu bilgilerini yansıtmaması, firmalar arasındaki etkinlik farklarını yansıtmakta yetersiz olması, sermaye yatırımlarındaki farklılıkları ve büyüme tahminlerini hesaplamalara dahil etmemesi, yöntemin dezavantajlarını oluşturmaktadır (Savsar, 2012: 50).

Yöntem, perakendecilik sektöründeki firmalar için oldukça yaygın olarak kullanılır. Bununla birlikte, özellikle zarar eden firmalarda F/K ve PD/DD oranlarını kullanmak mümkün olmadığından bu gibi firmalarda da yöntem kullanılabilir (Öztürk, 2008: 85).

2.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerini etkileyen birçok faktör vardır. Bunlar, firmanın kendi bünyesinden kaynaklanabileceği gibi ekonomide veya endüstride meydana gelen değişimlerden de kaynaklanabilir. Dolayısıyla firma değerini etkileyen faktörler 3 ana başlık altında toplanabilir. Bunlar; ekonomi ile ilgili faktörler, endüstri ile ilgili faktörler ve firma ile ilgili faktörlerdir. Bu faktörler aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

2.3.1. Ekonomi İle İlgili Faktörler

Firmalar az ya da çok ekonomide meydana gelen değişimlerden etkilenmektedir. Örneğin, kriz ortamlarında; firmaların üretimleri, satışları, istihdamları, ihracatları, ithalatları vb. azalmakta ve dolayısıyla da firma değerleri bu durumdan olumsuz yönde etkilenmektedir.

Herhangi bir firmanın değerinin belirlenebilmesi için, firmanın faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumu değerlendirilmelidir. Mevcut durumun değerlendirilmesinden sonra, gelecek dönemlerdeki ekonomik konjonktürün ne olacağı üzerinde önemle durulmalıdır. Çünkü, değeri tespit edilmek istenen firmanın karını, onun üretim ve satış performansı belirleyecektir. Ekonomik gelişmenin gelecekte olumlu bir seyir izleyeceğine ilişkin bekleyişler, bireylerin harcama eğilimini yükseltir. Bu da, firmanın satışlarını ve dolayısıyla karını arttırır. Bu yöndeki gelişme de, doğal olarak firmanın değerini yükseltir (Düzer, 2008: 41).

Ekonomi ile ilgili faktörler şu şekilde sınıflandırılabilir:

- Gayri safi milli hasıla
- Faiz oranları
- Enflasyon oranı
- Para arzı
- İstihdam düzeyi

2.3.1.1. Gayri Safi Milli Hasıla

Ülkede bir yılda üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları ile ifade edilmiş kıymetleri toplamı gayri safi milli hasılayı vermektedir. Gayri safi milli hasıla hesaplanırken bulunan rakamdan üretim araçlarının aşınma ve yıpranma paylarının düşülmesi safi milli hasılayı, safi milli hasıla içinde yer alan çeşitli vergilerini indirilmesi de milli geliri vermektedir. Milli gelir bir ülkenin refah düzeyini gösteren ve işletmeleri doğrudan etkileyen bir göstergedir. Milli gelirden gelecekte beklenen reel bir artışın doğrudan hisse senedi değerlerine yansımaları beklenir. Çünkü milli gelirdeki artışı yapan hisse senetlerinin temsil ettiği firmanın kendisidir (Kaba, 2009: 15).

2.3.1.2. Faiz Oranları

Faiz oranlarının yükselmesi firmaların yeni yatırımlar yapmasını engelleyici bir unsurdur. Artan faiz oranları firmaların yatırım maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki artışların firmanın değerini olumsuz yönde etkileyeceği kabul edilir. Firma kısa süreli borçlarını yenilemek istediğinde ve faiz oranları yükseldiğinde yüksek maliyetle kaynak temin edecektir. Ayrıca piyasa faiz oranının yükselmesi firma ortaklarının bekledikleri verimliliği artıracaktır. Çünkü alternatif yatırım araçları daha yüksek kazandırıyor olacaktır. Dolayısıyla firmanın özsermaye maliyeti artacaktır. Uzun süreli borçlarda ise bu etki daha geç ortaya çıkacaktır. Kaynak maliyetinin yükselişi firma karını görece olarak düşürecek ve hisse senedi değerini olumsuz yönde etkileyecektir (Kaba, 2009: 16-17).

2.3.1.3. Enflasyon Oranı

Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli artışları ve paranın satın alma gücünde meydana gelen azalmaları ifade etmektedir. Enflasyon, firmaların yatırım bütçelerini, yatırım tutarlarını ve özellikle yatırımlardan beklenen nakit girişlerini etkileyecektir. Nakit girişlerindeki değişiklikler ise firmanın değerini değiştirecektir (Çam, 2010: 67).

Enflasyon firmaların aktif yapısının değişmesine, finansman darboğaza, ağır faiz yüküne ve maliyet artışlarına neden olmaktadır. Enflasyon, firmaların varlık unsurlarını da önemli derecede etkilemektedir. Ayrıca kısa dönemde firmaların üretim maliyetlerinin yükselmesine, faiz yükünün artmasına ve yatırım yapma risklerinin artmasına neden olmaktadır. Uzun dönemde ise, firmaların muhasebe sistemlerini ve finansal tablolarını anlamsız kılmaktadır. Böylece ekonomik hayatın normal dönemlerinde, muhasebe sistemi, yönetim kararlarına dayanak olacak, doğru, gerçek muhasebe verilerinin elde edilmesine olanak verdiği halde, enflasyon dönemlerinde bu özelliğini büyük ölçüde kaybetmektedir (Tugay, 2004: 29).

Firmalar açısından enflasyonun bir diğer olumsuz yönü de enflasyon dönemlerinde firma karlarında oluşan fiktif kar artışlarıdır. Bu artış sonucu firmaların ödeyeceği vergi artacak, firmanın temettü kararları etkilenecek, çalışanlara prim verilmesi gibi firma ile ilgili rasyonel olmayan kararların alınmasına sebebiyet verecektir (Arkan, 2010: 66).

2.3.1.4. Para Arzı

Para arzı bir ekonomide dönen toplam para miktarıdır. Para arzı toplam satın alma gücü olarak da tanımlanmaktadır ve ekonomide bir taraftan yatırım, üretim ve ticari işlemler için gereken kaynakların sağlanması, diğer taraftan bütün ekonomik faaliyetlerin dayanağını oluşturan toplam talebi belirlemesi açısından büyük önem taşımaktadır (Zengin, 2009: 72).

İstihdam düzeyi, fiyat düzeyinin istikrarı, ekonomik büyüme gibi makroekonomik hedefler, doğrudan veya dolaylı olarak para arzı ve parasal büyüme ile ilişkilidir. Para arzı değişmeleri faiz oranları üzerinden yatırım ve üretim gibi faktörleri etkileyerek ekonominin reel dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Parasal aktarma mekanizmasına göre, para arzında meydana gelen bir artış faiz oranlarında düşüşe neden olmakta, dolayısıyla yatırım ve üretim artmaktadır. Para arzındaki düşüşler ise faiz oranlarını arttırarak yatırım ve üretim üzerinde azaltıcı etkiler yaratmaktadır (Arslan ve diğerleri, 2013: 21).

Para arzındaki yükselme nedeniyle hisse senetlerine olan talebin artacağı ve hisse senedi değerlerinin yükseleceği düşünülebilir. Ancak bu kısa dönem sürecek bir etki olup,

spekülatif kazançlara yol açacaktır. Hükümetin, para arzındaki artışın ekonomide neden olacağı olumsuzlukları ortadan kaldırmak için alacağı önlemler, uzun dönemde, ekonomik durgunluğa neden olabilecek ve hisse senedi değerleri olumsuz yönde etkilenebilecektir (Kaba, 2009: 16).

2.3.1.5. İstihdam Düzeyi

İstihdam, bir ülkedeki mevcut işgücünün sürekli olarak çalıştırılmasını ifade etmektedir. İstihdam düzeyinin artması; ülkede var olan işsizliğin azaldığını gösterir. Çalışan kişi sayısının artmasıyla birlikte, üretilen mal ve hizmette de bir artış görülecektir. Bu durum ise; ülkenin milli gelirini artırarak firma değerlerinin yükselmesini sağlayacaktır.

2.3.2. Endüstri İle İlgili Faktörler

Firmanın kontrolünde olmayan ancak firma değeri üzerinde etkisi olan faktörlerden biri de, endüstri de meydana gelen değişimlerdir. Firma değerlemesinde, ekonomi analizinden olumlu sonuç alındığı takdirde ikinci aşama olan endüstri analizine geçilir.

Yaşam çizgisine bakılarak endüstrinin mevcut pozisyonu hakkında bilgi elde edilebilir. Endüstrinin yaşam süreci insan yaşamıyla paralel belirli aşamalardan oluşmaktadır. Bu aşamalar; giriş, büyüme, gelişme, olgunluk ve düşüş şeklinde özetlenebilir. O halde, endüstrinin yaşam çizgisi girişten başlayarak düşüşe kadar endüstrinin çeşitli gelişim aşamalarını ifade eder (Dağlı, 2012: 203). Büyüme ve gelişme dönemlerinde, endüstride faaliyette bulunan firmaların karşısına kazançlı yatırım fırsatları çıkar ve bu da hisse senetleri değerini artırıcı yönde etki yapar.

Yatırımcının endüstri analizi yaparken dikkate alması gereken birçok konu vardır. Yatırımcının dikkate alması gereken bu faktörlerden belli başlıları şunlardır: (Dağlı, 2012: 207-208):

- Endüstrinin geçmişteki performansı,
- Devlet müdahaleleri,

- Yapısal değişiklikler,
- Uluslararası ilişkiler,
- Arz ve talep koşulları,
- Girdi kaynakları.

Sonuç olarak, endüstride meydana gelen olumlu gelişmeler firma değerini olumlu yönde etkilerken; endüstride meydana gelen olumsuz gelişmeler ise firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir.

2.3.3. Firma İle İlgili Faktörler

Ekonomi ve endüstri analizinden olumlu sonuç alındığı takdirde üçüncü aşama olan firma analizine geçilir. Firmanın kendi bünyesinden kaynaklanan faktörleri de firma değerini etkiler. Dolayısıyla firma değerlemesi yapılırken, firma ile ilgili çeşitli faktörlerin de göz önünde bulundurulması gerekir. Bu faktörler aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

2.3.3.1. Yönetim Kadrosunun Firma Değerine Etkisi

Firma analizine firmanın yönetim kalitesinin incelenmesiyle başlanır. Bunun için öncelikle, firma yönetiminde kontrol gücünü elinde bulunduran büyük hissedarların iş ahlakına bakılır. Bu konu hakkında olumlu bir izlenim edinilirse yöneticilerin kişilikleri, eğitimleri, iş tecrübeleri, geçmiş yıllardaki tecrübeleri, performansları, yenilikler karşısındaki tutumları ve uluslararası düzeyde bağlantıları gibi çeşitli konulara bakılarak yönetimin kalitesi ortaya konmaya çalışılır (Dağlı, 2012: 210).

Yönetim kadrosunun tecrübesi, yaşı, yeteneği ve değişikliklere karşı tutumu, firmanın risk derecesini ve gelirlerini ve dolayısıyla da hisse senedi fiyatını etkilemektedir. Birçok firma için başarı kriteri kar elde etmek veya geçmiş dönemlere nazaran karını artırmaktır. Ortaklara beklediği karı sağlayan firma yönetimi, hisse senedi fiyatını olumlu etkiler. Aksine, yönetim hataları ise firma karlarında ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında düşüslere neden olmaktadır (Demir, 2001: 111-112).

2.3.3.2. Likidite Derecesinin Firma Değerine Etkisi

Firma değerini etkileyen faktörlerden biri de firmaların likidite dereceleridir. Likidite, firma varlıklarının paraya dönüşme hızı veya kolaylığı olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifade ile likidite, varlıkların paraya dönüşmedeki yeteneğidir.

Likidite derecesi; firmanın parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların ödenme olanaklarını ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle likidite derecesi, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde önem taşımaktadır. Firmaların, yaşamını sürdürmeleri için vadeleri gelen borçlarını karşılayabilecek tutarda nakit sağlama kapasitesine sahip olması gerekmektedir. Uzun sürede bir firmanın yükümlülüklerini karşılama gücü, karına ve borçluluk derecesine bağlıdır. Ancak firmanın, kısa sürede borçlarını ödeyebilecek yeterli likiditeye sahip olmasının, özellikle ekonomik bunalım dönemlerinde, faaliyetlerini sürdürmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Savsar, 2012: 55-56).

Varlıkların likidite dereceleri ve verimlilik oranları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, likit varlıkların verimlilikleri de düşük olmaktadır. Bu nedenle firmada likit varlıkların bulunması karlılığın dolayısıyla firma değerinin düşmesine neden olacaktır. Likit varlıklara sahip olmamak ise firmaları iflas tehlikesine itebilecek ya da firmayı çeşitli maliyetlere katlanmak zorunda bırakacaktır. Bu nedenle firma değerinin olumsuz etkilenmemesi için, firmaların yeteri kadar likit varlıklara sahip olması gerekmektedir (Kaba, 2009: 21).

2.3.3.3. Varlıkların Etkin Kullanılmasının ve Çalışma Sermayesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Faaliyet oranları, bir firmanın varlıklarını etkin kullanılıp kullanmadığını gösterir. Bu gruptaki oranlar, firmanın varlıkları ile satışları arasında ilişki kurar ve varlıklara yatırılan her bir liranın yarattığı satış tutarını gösterir. Bu anlamda varlık yönetimi firmalar açısından çok önemlidir. Firmanın varlıklarını etkin bir şekilde yönetememesi; yani varlıkları üzerinden satış yaratamaması karının azalmasına, azalan kar ise firma değerlerinin düşmesine neden olur.

Çalışma sermayesi (işletme sermayesi) ve bileşenlerinin yönetimi, firmanın karlılığını ve riskini, dolayısıyla da firma değerini etkileyen bir unsurdur. Firmalar piyasa değerlerini maksimize edebilmek için ürettikleri mal ya da hizmetleri pazarlayarak nakde dönüştürmek ve bu işlemleri bir süreç halinde yürütmek zorundadırlar. Bu bağlamda firmanın değerini doğrudan etkileyen üç önemli karar noktası; yatırım kararları, finanslama kararları ve kar dağıtım kararlarıdır. Firmaların faaliyet alanına göre değişmekle birlikte, genel olarak kısa vadede dönen varlıklarına yaptıkları yatırımlar, toplam aktifler içerisinde önemli bir paya sahiptir. Bu sebeple finansal yöneticilerin zamanlarının büyük bir kısmını çalışma sermayesi kararları almaktadır. Çalışma sermayesi bileşenlerini oluşturan, kasa ve pazarlanabilir menkul değerler, alacaklar ve stoklar gibi aktiflerin yönetimi, firmanın karını etkileyerek firma değerini değiştirmektedir (Çam, 2010: 60-61).

Sonuç olarak; firma varlıklarının etkili bir şekilde kullanılması ve firma faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli olan çalışma sermayesinin kontrolü, firma değerini artıracaktır.

2.3.3.4. Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Geçmişin entelektüel birikimi olan bilginin, işletmecilik anlayışında sahip olunan sermayenin önemli bir unsuru haline gelmesi, firmalarda entelektüel olarak ifade edilen maddi olmayan varlıklara sahip olma, onları kullanma ve yönetme gibi hususları gündeme getirmiştir. Çünkü bir firmanın değeri sadece maddi duran varlıkların değerinden oluşmaz. Maddi duran varlıklar yanında, maddi olmayan duran varlıklar da firma değerlemesinde değer yaratıcı unsurlar arasındadır. Bu nedenle bir firmanın değeri genellikle fiziksel varlıkların değerinden daha büyük olmakta olup, bu durum defter değeri ile piyasa değerinin farklılaşması ile açıklanmaktadır (Zor ve Cengiz, 2013: 42).

Son zamanlarda bilgi teknolojisinde meydana gelen gelişmeler neticesinde firmanın fiziksel varlıklarının yanında; eğitim, markalar, iş dayanışmaları, bilgi yönetimi, mesleki zeka, sosyal beceriler, iş bilgisi, yeterlilik gibi unsurlar da önem kazanmıştır. Firmaların sahip oldukları entelektüel sermaye unsurları, firmaların piyasa değerlerinin oluşmasında önemli bir faktör olarak görülmektedir. Bu unsurların varlığı, firma değerini etkileyen faktörler arasında entelektüel sermayenin kullanılmasını zorunlu kılmıştır (Çam, 2010: 59).

2.3.3.5. Sermaye Yapısının Firma Değeri Üzerine Etkisi

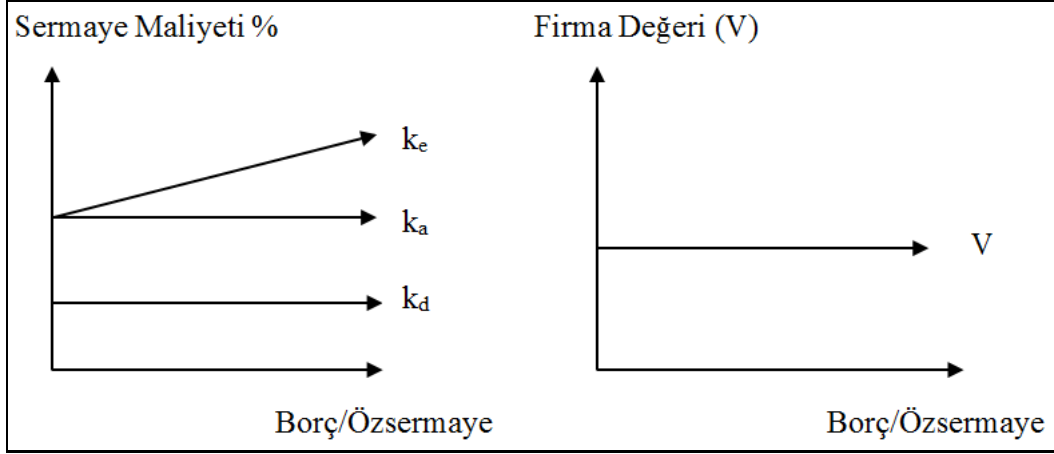
Firmaların sermaye yapısını yabancı kaynaklar ve özsermaye oluşturur. Firmalar bu kaynakları, fon gereksinimlerini karşılamak için kullanır. Firmaların sermaye yapısını değiştirmesinin, piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir etkisinin olup olmadığı konusunda 4 farklı yaklaşım ileri sürülmüştür. Bu yaklaşımlar, “Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı”, “Net Gelir Yaklaşımı”, “Geleneksel Yaklaşım” ve “Modigliani-Miller Yaklaşımı”dır.

2.3.3.5.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini açıklayan ilk yaklaşım, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı’dır. Bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısını değiştirmesinin, piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi yoktur.

Bu görüşe göre, firma borçlanmaya ağırlık verdikçe, özsermaye maliyetinin (k_e) artacağı kabul edilmiştir. Ancak, özsermaye maliyetindeki yükseliş, borçlanma maliyetinin (k_a) düşüklüğü ile giderileceğinden, sermaye yapısı ne olursa olsun, ortalama sermaye maliyeti (k_d) değişmeyecektir. Başka bir ifade ile ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz yabancı kaynağın sağlanması, özsermaye maliyetini yükseltecek, ancak ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir. Yabancı kaynağın maliyetinin düşük olması, özsermaye maliyetindeki yükselişi giderecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 197). Bu yaklaşıma göre sermaye maliyeti ile firma değeri (V) arasındaki ilişki Şekil 2’de görülmektedir.

Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Arkan, 2010: 30

Şekil 2'den de görüldüğü gibi, firma borçlandıkça özsermaye maliyeti yükselmektedir. Bunun nedeni, artan finansal riske bağlı olarak, firmaya özsermaye koyanların daha fazla getiri beklentileridir. Özsermaye maliyeti artarken, hem ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hem de firma değeri sabit kalmaktadır. Dolayısıyla, bu yaklaşıma göre sermaye yapısının firma değeri ile sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi yoktur.

Net faaliyet geliri yaklaşımının finanslama kararları açısından önemli sonuçları şunlardır (Arkan, 2010: 30):

- Firma açısından yabancı kaynağın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşittir. Yabancı kaynağın firma açısından maliyeti, faiz ve saklı maliyet olmak üzere iki öğeden oluşur. Yabancı kaynağın saklı maliyeti, firma yabancı kaynak kullandıkça özsermaye kapitalizasyon oranının diğer bir deyişle öz sermaye maliyetinin yükselmesidir. Bu nedenle firmanın yabancı kaynak kullanımını artırmakla, ortalama sermaye maliyetini düşürmek olanağı yoktur.
- Firma için tek bir optimal sermaye yapısı yoktur. Sermaye yapısını değiştirmek yoluyla sermaye maliyetini düşürmek ve firmanın piyasa değerini artırmak

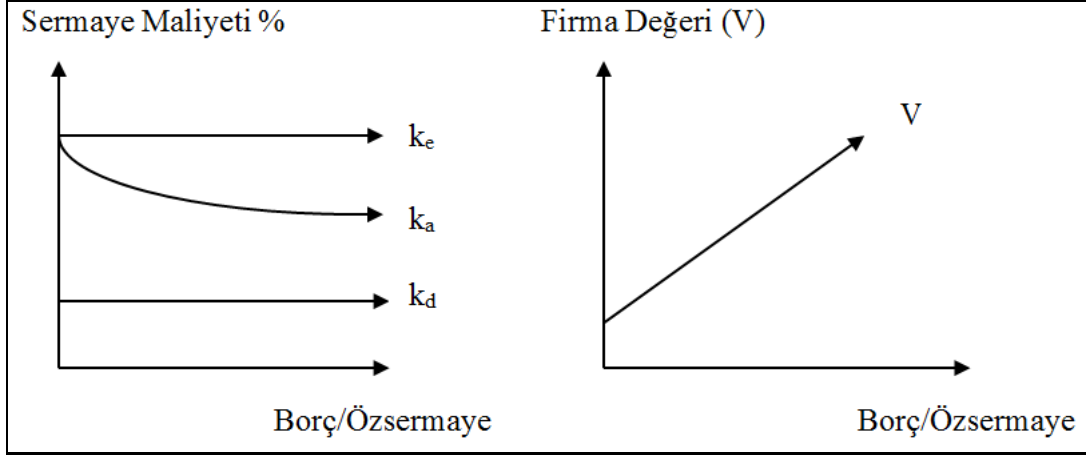
olanağı olmadığına göre, firma için tüm sermaye yapıları bir anlamda optimaldir.

2.3.3.5.2. Net Gelir Yaklaşımı

Sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlardan ikincisi, Net Gelir Yaklaşımı'dır. Bu yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımının karşısında yer almaktadır. Net gelir yaklaşımı firmanın sermaye yapısının değiştirilerek ortalama sermaye maliyetinin düşürülebileceğini ve firma değerinin yükseltilebileceğini savunur.

Net Gelir Yaklaşımı, diğer yaklaşımlara göre sermaye yapısı oluşumunda kaldıraç faktörü (Borç/Özsermaye) etkisini önemli derecede dikkate alır. Bu yaklaşım firmanın istediği kadar borç kullanarak ortalama sermaye maliyetini (k_d) düşürebileceğini ve firmanın piyasa değerini yükseltebileceğini iki varsayıma dayanarak açıklar. Bunlardan birincisi borçlanma maliyetinin (k_a) özsermaye maliyetinden (k_e) düşük olduğudur. Bunun nedeni ise; borç için ödenen faizlerin gider yazılarak vergi matrahından düşülmesidir. Dolayısıyla; borçlanma firmaya vergi tasarrufu sağlar. İkincisi ise borçlanma maliyeti ile özsermaye maliyetinin farklı sermaye yapıları için sabit kaldığıdır (Yükeri, 2009: 23). Bu yaklaşıma göre; sermaye maliyeti ile firma değeri (V) arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 3: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Arkan, 2010: 28

Yukarıdaki şekle göre, firma borçlandıkça hem ortalama sermaye maliyetini düşürebilir, hem de firma değerini artırabilir. Bu anlamda yaklaşıma göre, sermaye yapısının firma değerine etkisi vardır.

Bu yaklaşım, firmanın sonsuza dek borçlanamayacağı gerçeğini göz ardı etmektedir. Çünkü gerçekte firmanın faiz ödemeleri arttıkça hem likidite riski hem de finansal riski artacaktır. Firma borçlandıkça, firma sahipleri artan riski telafi için daha yüksek karlılık bekleyeceklerdir. Dolayısıyla borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyeti oranları yükselecektir. Ağır borç yükü firmanın karlı yatırım alanlarına da girmesine engel olacaktır. Bu nedenle, sürekli borçlanma yoluyla firmanın değerinin yükseltileceği tartışmalı bir konu olmaktadır (Başaran, 2008: 19).

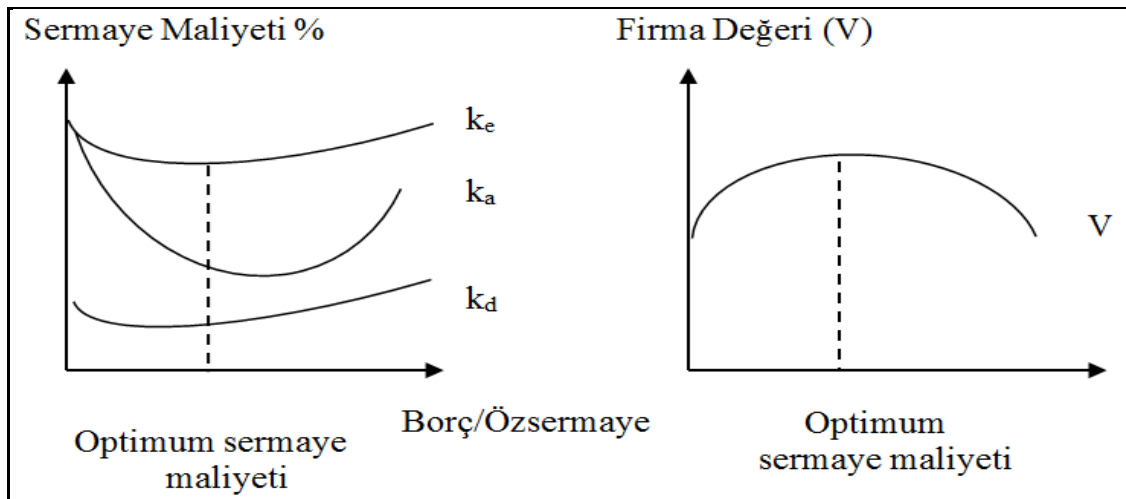
2.3.3.5.3. Geleneksel Yaklaşım

Sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini açıklayan yaklaşımlardan bir diğeri, Geleneksel Yaklaşım'dır. Geleneksel yaklaşıma göre, firma sermaye yapısını değiştirmek yoluyla, piyasa değerini artırabilir ve ortalama sermaye maliyetini düşürebilir.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Net Gelir Yaklaşımı'nın aksine bu görüşe göre, firmalar için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Optimal sermaye yapısında firmanın kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile özsermaye reel marjinal maliyeti birbirine eşittir. Firma yöneticileri, optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce, yabancı kaynak kullanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Optimal sermaye yapısına ulaşıldıktan sonra, borçlanmaya devam edilirse, yabancı kaynak ve özsermaye maliyeti artar ve bunun sonucu olarak firmanın piyasa değeri düşer (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 200).

Geleneksel Yaklaşım'a göre; firmalar borçlanmaya başlayınca özsermaye maliyeti (k_e) hemen artmaya başlamaz. Firmanın borçlarından kaynaklanan finansal risk belli bir noktaya ulaşıldıktan sonra özsermaye maliyeti artmaya başlar. Özsermaye maliyeti artmaya başlasa dahi borçlanma maliyetinin (k_a) düşüklüğü nedeniyle borçlanmadaki artış ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (k_d) düşürür. Ancak, firma belli bir borçlanma seviyesine ulaşıldıktan sonra borçlanmaya devam ederse, artan risk firmanın değerinin düşmesine neden olur (Düzer, 2008: 49). Yaklaşımına göre, firma değeri (V) ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 4: Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki



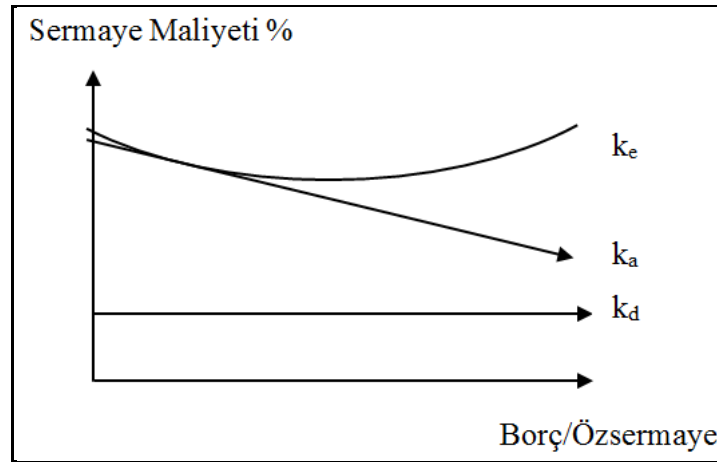
Kaynak: Arkan, 2010: 32

Şekil 4'ten de görüldüğü gibi, firma belirli bir seviyeye kadar borçlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak bu durum, optimal sermaye yapısına kadar devam eder. Firma bu noktadan sonra borçlanmaya devam ederse, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmesi ve firma değerini yükseltmesi mümkün olmayacaktır.

2.3.3.5.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller (MM)'e göre sermaye piyasasının kusursuz olduğu durumda, firmanın sermaye yapısı nasıl olursa olsun, firmanın değeri değişmeyecektir. Başka bir deyişle, sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir bağlantı yoktur. Bu teze göre, firmanın sermaye yapısının borç, özsermaye ya da diğer unsurlar arasında bölünmesi önemli değildir, önemli olan yatırımın değeridir. Bir firmanın toplam yatırım değeri firmanın finansman yapısındaki değişikliklere değil, firmanın kar ve riskine bağlıdır (Chambers, 2009: 145-146). Bu yaklaşıma göre, firma değeri ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 5: Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ile Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Arkan, 2010: 33

Şekil 5'ten de görüldüğü gibi, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti borçlanma düzeyinden etkilenmemektedir. Dolayısıyla, bu yaklaşıma göre, sermaye yapısındaki değişiklikler firma değeri üzerinde hiçbir etkiye neden olmayacaktır.

Modigliani-Miller yaklaşımının temel aldığı varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Başaran, 2008: 24-25):

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Başka bir ifadeyle, piyasayla ilgili bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve sıfır maliyetle elde edilebilmektedir. Menkul kıymetler en küçük parçalara bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel bir şekilde hareket etmektedir.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi umulan faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının değerleri ile şimdiki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır.
- Firmalar “eş verim” sınıflarına ayrılabilirler. Aynı sınıf içinde yer alan firmaların faaliyet riski de aynıdır. Ancak daha sonra bu varsayımın model için zorunlu olmadığı ve kaldırılabilceği açıklanmıştır.
- Gelir üzerinden alınan vergiler modele dahil edilmemiştir. Ancak, bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.
- İşlem maliyetleri ve iflas maliyeti göz ardı edilmiştir.
- Bireysel yatırımcılar firmalarda aynı faiz oranında borçlanabilmektedirler.

Sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkileri açıklayan yaklaşımlar ve yaklaşımları ait görüşler Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Hakkındaki Kuramsal Görüşlerin Özeti

Yaklaşımlar	Firmanın Sermaye Yapısındaki Değişme	Ortalama Sermaye Maliyeti
Net Faaliyet Geliri	Firmanın piyasa değerini etkilemez.	Tüm sermaye yapıları için sabittir.
Net Gelir	Firmanın piyasa değerini yükseltebilir.	Firma borçlandıkça azalır. Borçlanma ve özsermaye maliyetleri sabittir.
Geleneksel	Firmanın piyasa değerini yükseltebilir.	Firma optimal sermaye yapısına kadar borçlandıkça azalır. Firma optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra ise artar. Dolayısı ile her bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır.
Modigliani-Miller	Firmanın piyasa değerini etkilemez.	Firma borçlandıkça azalır.

Kaynak: Özaltın, 2006: 9

2.3.3.6. Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma değeri Üzerine Etkisi

Kar dağıtım politikası; firmanın elde ettiği karın ortaklara dağıtılması veya firmada alıkoyarak yeniden yatırımlara dönüştürülmesi kararlarını kapsar. Kar payı dağıtımının firma değeri üzerine etkisi konusunda 2 teori vardır. Bunlar; “Kar Payı İlgisizliği Teorisi” ve “Eldeki Kuş Teorisi”dir.

2.3.3.6.1. Kar Payı İlgisizliği Teorisi

Kar dağıtım politikasının, firma değeri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı görüşü ilk defa Metron Miller ve Franco Modigliani (MM) tarafından savunulmuştur. Modigliani-Miller tarafından savunulan bu görüşe göre, firmanın değeri, kazanç yaratma gücüne ve firmanın faaliyet riskine bağlıdır. Diğer bir anlatımla, firma tarafından elde edilen kazancın, kar payı şeklinde dağıtılması veya firma bünyesinde bırakılmasının, firma değeri açısından herhangi bir önemi bulunmadığı, buna karşılık firma değerinin varlıklar üzerinden yaratılan kazançların artırılması yoluyla yükseltilebileceği belirtilmektedir (Ertaş ve Karaca, 2010: 60).

Modigliani-Miller’in ileri sürdüğü model şu varsayımlara dayanmaktadır (Düzer, 2008: 52-53):

- Temsilci maliyetleri bulunmamaktadır.
- Kurumlar vergisi ve gelir vergisi bulunmamaktadır.
- Tüm bilgiler piyasaya yansımaktadır ve maliyetsiz bir şekilde elde edilebilmektedir.
- İşlem maliyetleri bulunmamaktadır. Yatırımcılar kolaylıkla temettüyü sermaye kazancına, sermaye kazancını temettüye dönüştürebilmektedirler.
- Finansal kaldıracın sermaye maliyeti üzerinde hiçbir etkisi yoktur.
- Karın temettü ve dağıtılmayan kar arasında dağıtılmasının firmanın özsermaye maliyetine etkisi bulunmamaktadır.

2.3.3.6.2. Eldeki Kuş Teorisi

Kar dağıtım politikasının firma değeri üzerindeki etkisini açıklayan teorilerden bir diğeri, Eldeki Kuş Teorisi'dir. Modigliani-Miller'in aksine, bu görüşü savunan Lintner ve Gordon'a göre, firmaların kar dağıtım politikası ile hisse senedi değerleri arasında bir ilişki vardır.

Lintner ve Gordon'a göre, daha fazla kesinlik arz etmesi sebebiyle kar payları sermaye kazancına tercih edilir. Eldeki kuş teorisi (bird in the hand) olarak adlandırılan bu görüşe göre, yatırımcılar, kar paylarını, gelecekteki değerinin ne olacağını bilmedikleri yatırımlara terk etmek yerine bunları elde etmeyi tercih ederler. Yapılan analizde cari kar payları, gelecekteki sermaye kazancına nispeten daha güvenilir bir kazanç kaynağı olarak ele alınır. Yatırımcılar tarafından sermaye kazancından ziyade kar payının tercih edilmesi sebebiyle kar politikasının firmanın piyasa değerinin belirlenmesinde önemli bir rolü vardır (Yücel, 2001: 95).

Lintner ve Gordon Modeli'nin temel varsayımları şunlardır (Düzer, 2008: 53-54):

- Ek borçlanma ile ya da özsermaye ile finanslama söz konusu değildir. Model finansman giderlerindeki artış ve yeni hisse senedi ihraçlarını dikkate almaz.
- Firmanın yatırımlardan sağladığı getiri oranı sabittir ve böylece sermayenin azalan marjinal etkinliği dikkate alınmamış olacaktır.
- Firma için uygun iskonto oranı sabittir.

- Firmanın faaliyet süresi sonsuzdur.
- Vergiler ihmal edilmiştir.
- Firmanın büyüme hızı sabittir.
- Firmanın temettü politikasında bir değişme olmayacağı varsayılmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİNANSAL ANALİZDE KULLANILAN ORANLARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

3.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı; finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmektir. Çalışma; analiz dönemi boyunca yani; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 45 firmanın finansal verilerini kapsamaktadır.

Çalışmanın sonucunda; finansal analizde kullanılan oranların (likidite, faaliyet, karlılık ve finansal yapı) firma değeri üzerindeki etkisi ve aynı zamanda finansal oranlar ile firma değeri arasında bir ilişki var ise bu ilişkinin yönü ve kuvveti belirlenmiş olacaktır.

3.2. Literatür Taraması

Literatüre bakıldığında, firma değeri ile farklı değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik çeşitli çalışmalar yapıldığı görülür. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda yer almaktadır.

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

Masulis (1983) tarafından yapılan çalışmada, borç seviyesindeki değişimin firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 133 firmanın 1963-1978 dönemlerine ait finansal verilerini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki regresyon yöntemi

kullanılarak ölçülmüştür. Analiz sonucunda, hisse senetleri fiyatlarındaki ve firma değerindeki değişimle kaldıraç seviyesindeki değişim arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, dolaşımda olmayan imtiyazlı hisse senetleri fiyatlarının firma değerini negatif yönde etkilediği ve borçta meydana gelecek 1 dolarlık değişimin firma değerini 0,23-0,45 aralığında değiştireceği sonucuna ulaşılmıştır.

Yücel (2001) tarafından yapılan çalışmada; firmaların sermaye yapılarının ve kar dağıtım politikalarının firma değerleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan çalışmada; İMKB’de taş-toprak ve metal eşya, makine ve gereç yapım sektörüne dahil 49 firmanın 1999-2000 yıllarına ait finansal verileri kullanılmıştır. Değişkenler; firmaların piyasa değerleri, toplam borç/toplam pasif değerleri, hisse başına kazançları ve hisse başına kar paylarıdır. Analiz için korelasyon ve regresyon yöntemlerinden yararlanılmıştır. Her iki yöntem sonucunda; firmaların piyasa değerlerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu, firmaların kar dağıtım politikalarının ve kazanç güçlerinin hisse senedi değerleri üzerinde etkili olduğu, hisse başına kazanç ile hisse başına kar payının birlikte hisse senedi değerini belirleyen en önemli değişkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

Özaltın (2006) tarafından yapılan çalışmada, firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan çalışmada; 2000-2003 yılları arasında İMKB-100 endeksinde bulunan firmaların piyasa değerleri ve sermaye yapılarına ait çeşitli oranlar kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken; firmaların piyasa değerleri iken, bağımsız değişkenler ise; firmaların kısa vadeli borçlar/pasif toplamı, uzun vadeli borçlar/pasif toplamı ve özsermaye/pasif toplamıdır. Çalışmada; korelasyon yöntemi

kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda; firmaların sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasında bir ilişki bulunamamıştır.

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

Serinkaya (2008) yılındaki çalışmasında, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada; 2006 yılında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 211 adet üretim firmasının finansal verilerinden yararlanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; PD/DD oranı, bağımsız değişkenler olarak ise; yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, kamu sahipliğinin olup olmadığı, kurumsal yatırımcıların ellerinde bulundurdukları hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içindeki payı, büyüme oranı ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda; kamu sahipliği, kurumsal yatırımcıların payı ve kaldıraç ile ilgili değişkenlerin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, firmalarda yönetim kurulu üye sayısı ile firmaların satışlarının büyümesinin firma değerini pozitif yönde etkilediği ve genel müdürün aynı

zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının ise firma değeri üzerindeki etkisinin negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kaba (2009) tarafından yapılan çalışmada; firmaların kar dağıtım oranlarının hisse senetleri değerleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada; 2000-2007 yılları arasında İMKB’de işlem görmekte olan 222 firmanın kar dağıtım oranları, hisse senetlerinin kapanış fiyatları ve İMKB-100 endeksi verileri kullanılmıştır. Bu analiz iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada; firmaların kar payı dağıtım oranları ile hisse senedi değeri arasındaki ilişki korelasyon yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda; kar dağıtım oranları arttıkça hisse senedinin değerinin de artacağı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın ikinci aşamasında ise; firmaların kar payı dağıtım şeklinin nakit veya hisse senedi biçiminde olmasının firma değeri üzerindeki etkisi t-testi yöntemi kullanılarak ölçülmüştür. Analiz sonucunda; nakdi kar payı ödeyen firmaların firma değerlerinin, hisse senedi şeklinde kar payı ödeyen firmalara göre daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Arkan 2010 yılındaki çalışmasında, firmaların finansal yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını incelemiştir. Çalışmada, 2004-2009 arası İmalat Sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve İMKB-SINAI endeksine dahil olan 127 firmanın 3’er aylık dönemlerine ilişkin verileri kullanılmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak; firmaların piyasa değerleri kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; firmaların kısa vadeli yabancı kaynakları, uzun vadeli yabancı kaynakları ve özsermaye değerleridir. Analiz için, korelasyon ve çoklu regresyon analizinden yararlanılmıştır. Yapılan bu iki analiz sonucunda; firmaların finansal yapısı ile firma değeri arasında pozitif yönlü, kuvvetli bir ilişki olduğu, finansal yapı oranlarının firma değeri üzerindeki etkisinin oldukça yüksek olduğu ancak yabancı kaynakların firma değeri üzerindeki etkisinin özsermayeye nazaran daha az olduğu sonucuna varılmıştır.

Chowdhury ve Chowdhury (2010) tarafından yapılan çalışmada, sermaye yapısının hisse senedi değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma, Bangladesh’deki en güçlü 4 sektör (mühendislik, yiyecek/içecek, yakıt/enerji ve kimyasal/ilaç) içerisinde yer alan 77 firmanın, 1994-2003 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak; firma değeri (hisse senedi fiyatı) kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler; hisse başına kazanç oranı, temettü verim oranı, duran varlık devir hızı, cari oran,

satışlardaki büyüme oranı, faaliyet kaldırıcı, uzun vadeli borç/toplam aktif oranıdır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, firmaların sermaye yapısını temsil etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişki yatay kesit regresyon analizi ile ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda; hisse başına kazanç, temettü verimi, cari oran ve uzun vadeli borç/toplam aktiflerin firma değeri üzerinde anlamlı-pozitif etkisinin olduğu; duran varlık devir hızı, faaliyet kaldırıcı, satışlardaki büyüme oranının firma değeri üzerindeki etkisinin ise negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

Küçükkaplan, Gözbaşı ve Nazlıoğlu (2012) tarafından yapılan çalışmada, kaynak yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma; 2000-2011 yılları arasında İMKB İmalat Sanayi sektöründe işlem gören 110 firmayı kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak PD/DD kullanırken, bağımsız değişken olarak ise borçlanma oranı kullanılmıştır. Kaynak yapısının firma değeri üzerindeki etkisi panel eşik regresyon modeli ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda; firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasında doğrusal olmayan bir ilişki ve %76,61'lik optimal bir borçlanma oranı tespit edilmiştir. Firmaların %76,61 seviyeye kadar ek borçlanmalarının piyasa değerlerini anlamsız, pozitif yönde etkilediği ve %76,61 düzeyinin aşılması durumunda ise yapılacak her ek borçlanmanın firma değerini anlamlı, negatif yönde etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

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

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

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

dokuma ve tekstil alt sektöründe, firma değeri ile kar marjı arasında anlamlı-pozitif; gıda alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı, özsermaye getirisi ve likidite oranları arasında negatif; kimya alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı arasında pozitif; metal eşya alt sektöründe, firma değeri ile toplam borçlanma oranı ve likidite oranları arasında negatif; taş toprağa dayalı alt sektörde; firma değeri ile alacak devir hızı arasında anlamlı-negatif, firma değeri ile toplam borçlanma oranı arasında ise anlamlı-pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

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

Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada, finansal analiz oranları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma, 2004-2010 yılları arasında BIST-100'de yer alan 56 üretim firmasının firma değerlerini ve çeşitli finansal oranlarını kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak firma değeri; bağımsız değişkenler olarak ise; cari oran, nakit oran, stok devir hızı, özsermaye oranı, net kar marjı ve hisse

başına kar oranı kullanılmıştır. Finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla panel veri analizinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda; firma değeri ile finansal yapı, faaliyet, karlılık ve borsa performans oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış; likidite oranlarından olan cari oran ve nakit oranının ise firma değeri üzerinde anlamlı etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

3.3. Çalışma Verileri ve Değişkenleri

Çalışmada kullanılan veriler ve değişkenler aşağıda sırası ile açıklanmıştır.

3.3.1. Çalışmada Kullanılan Veriler

Çalışma; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve aynı zamanda verilerine tam olarak ulaşılabilen 45 firmayı kapsamaktadır. Firmaların piyasa değerleri ve finansal oranları KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve Borsa İstanbul'un internet sitesinde yayınlanan veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Çalışmada; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunmuş ancak faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı; bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Bununla

birlikte üç firmanın verilerine tam olarak ulaşamadığı için, analize dahil edilen firma sayısı 45'e düşmüştür. Analize dahil edilen firmalar EK 1'de gösterilmiştir.

3.3.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Çalışmada kullanılan değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

3.3.2.1. Bağımlı Değişken

Çalışmada bağımlı değişken olarak, firmaların piyasa değerleri kullanılmıştır. Firmaların piyasa değerleri; ilgili hissenin piyasada oluşan değeri ile toplam hisse senedi sayısı çarpımı sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte; firmaların finansal oranları ile firma değerleri arasında uyum sağlanması amacıyla; firmaların piyasa değerlerinin doğal logaritması alınmıştır. Böylelikle oranlar ile mutlak değerler arasındaki uçurum azaltılmıştır.

3.3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler şunlardır:

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

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ve değişkenlerin analizdeki hesaplanış şekilleri Tablo 5'te gösterilmiştir⁴.

⁴ Çalışmada "Faiz ve Vergi Öncesi Kar" olarak "Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar ve Zararı+Finansal Giderler" toplamı alınmıştır.

Tablo 5: Analizde Kullanılan Bağımsız Değişkenler ve Değişkenlerin Hesaplanış Şekilleri

	FİNANSAL ORANLAR	HESAPLANIŞ ŞEKİLLERİ
1	Cari Oran	Dönen varlıklar/Kısa vadeli yabancı kaynaklar
2	Asit-test Oranı	(Dönen varlıklar–Stoklar)/Kısa vadeli yabancı kaynaklar
3	Stok Devir Hızı	Satışların maliyeti/Stoklar
4	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ticari Alacaklar
5	Özsermaye Devir Hızı	Net Satışlar/Özsermaye
6	Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet karı/Net Satışlar
7	Net Kar Marjı	Net Kar/Net Satışlar
8	Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam aktifler
9	Özsermaye Karlılığı	Net Kar/ Özsermaye
10	Borç-Özsermaye Oranı	Toplam Borç/Özsermaye
11	Faiz Karşılama Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Finansal giderler

3.4. Çalışmanın Yöntemi ve Hipotezler

Çalışmada 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan 45 firmanın firma değerleri ile finansal oranları arasındaki ilişki, çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Ancak çoklu regresyon analizi yapıp, sonuçlarının yorumlanmasına geçilmeden önce araştırma verilerinin çalışmaya uygun olup olmadığı incelenmiştir. Bunun için; normal dağılım, değişen varyanslılık ve otokorelasyon testleri yapılmıştır. Daha sonra elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır. Bu analiz SPSS 11.5 paket programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada test edilen hipotezler şunlardır;

- H₁:** Cari oranın firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₂:** Asit-test oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₃:** Stok devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₄:** Alacak devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₅:** Özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₆:** Faaliyet kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.
- H₇:** Net kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H₈: Aktif karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H₉: Özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H₁₀: Borç-özsermaye oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

H₁₁: Faiz karşılama oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.

3.5. Çoklu Regresyon Analizi ve Modele Ait Varyasyonlara İlişkin Yapılan Testler

3.5.1. Çoklu Regresyon Analizi

Değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek bilimin ilgi alanlarından birisi haline gelmiştir. Günlük hayatta veya bilimsel araştırmalarda karşılaşılan sorunların çoğunluğu, iki veya daha çok değişken arasında bir ilişki olup olmadığının belirlenmesi ile ilgilidir. Regresyon terimi ilk kez Francis GALTON tarafından kullanılmıştır (Yüksek, 2007: 126).

Regresyon analizi; bir bağımlı değişken ile bir bağımsız (basit regresyon) veya birden fazla bağımsız (çoklu regresyon) değişken arasındaki ilişkilerin bir matematiksel eşitlik ile açıklanması sürecidir (Kalaycı, 2010: 199). Regresyon analizi genel olarak aşağıdaki sorulara cevap aramada kullanılabilir (Altunışık ve diğerleri, 2010: 231):

- Bağımlı değişkendeki değişimin önemli bir kısmı bağımsız değişkenlerce açıklanabilir mi?
- Bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarı bağımsız değişkenlerce açıklanabilmektedir?
- Değişkenler arasında ne tür bir ilişki vardır?
- Bağımlı değişkene ait ileriye dönük değerleri tahmin etmek mümkün müdür ve nasıl tahmin edilmelidir?
- Belirli şartların kontrol edilmesi durumunda, spesifik bir değişken veya değişkenler grubunun diğer değişken veya değişkenler üzerindeki etkileri nedir ve nasıl değişmektedir?

Regresyon analizi yukarıda da bahsedildiği gibi tek değişkenli regresyon analizi ve çok değişkenli regresyon analizi olmak üzere ikiye ayrılır. Tek değişkenli regresyon modeli aşağıda gösterilmiştir;

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$$

Bu denklemde; y bağımlı değişkeni, x bağımsız değişkeni, β_0 doğrunun y-eksenini kestiği noktayı, β_1 doğrunun eğimini, ε ise şansa bağlı hata terimini göstermektedir. Ancak çalışmada tek değişkenli regresyon analizi değil “Çoklu Regresyon Analizi” kullanılmıştır. Yukarıda da bahsedildiği gibi çoklu regresyon analizi; tek bir bağımlı değişken ile birden fazla bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi açıklayan bir yöntemdir. Çoklu doğrusal regresyon modeli iki değişkenli doğrusal regresyon yönteminin bir uzantısıdır. Sosyal sistemlerde veya ekonomik olaylarda bağımlı değişken ender olarak tek bir bağımsız değişkene bağlıdır. Genellikle bir bağımlı değişken birden çok bağımsız değişkenin etkisi altındadır (Göktaş ve İşçi, t.y.: 287). Çoklu regresyon modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir;

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

Tek değişkenli regresyon modelinden farklı olarak, çok değişkenli regresyon modelinde birden fazla bağımsız değişken (x_1, \dots, x_n) vardır. Yukarıdaki denklemde; x’ler bağımsız değişkenleri, y bağımlı değişkeni, β ’lar bilinmeyen anakütle parametrelerini, ε ise hata terimini göstermektedir.

Çalışmada kullanılan regresyon modeli ise şöyledir;

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

Yukarıda yer alan modelde; FD firma değerini, β ’lar katsayıları, CO cari oranı, ATO asit-test oranını, SDH stok devir hızını, ADH alacak devir hızını, \ddot{O} SDH özsermaye devir hızını, FKM faaliyet kar marjını, NKM net kar marjını, AKTK aktif karlılığını, \ddot{O} ZSK özsermaye karlılığını, B \ddot{O} O borç-özsermaye oranını, FKO faiz karşılama oranını ve ε hata terimini temsil etmektedir.

Katsayıların hesaplamasında kullanılan temel yöntem en küçük kareler (EKK) yöntemidir. EKK, gelecek dönem üzerine yapılan tahminler için en uygun olanıdır. Yöntemin temel ilkesi, gözlenen değerlerin regresyon doğrusuna olan uzaklıkların karelerinin toplamı, diğer herhangi bir konumdan elde edilen kareler toplamından küçük olmasıdır. Zira sayısız regresyon doğrusu elde edilebilir. Ancak gözlem değerlerinin bu doğruya olan uzaklıklarının kareleri toplamının minimum olması arzu edilir (Canbaz, 1998: 50).

Çoklu regresyon yönteminin kullanılabilmesi için; hataların normal dağılması, tüm değişkenlerin eşit varyansa sahip olması ve modelde otokorelasyon sorununun olmaması gerekir. Bundan sonraki kısımlarda çalışmada kullanılan modelin çoklu regresyon analizine uygun olup olmadığı test edilmiştir.

3.5.2. Modele Ait Varsayımlara İlişkin Yapılan Testler

Modelin ekonometrik sorunlar taşıyıp taşımadığını test etmek amacıyla sırasıyla; normal dağılım, değişen varyanslılık ve otokorelasyon testleri yapılmıştır. Yapılan testler ve testlere ait sonuçlar aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

3.5.2.1. Normal Dağılım Testi

Çoklu regresyon analizinin varsayımlarından ilki, hataların normal dağılmasıdır. Normal dağılım, parametrik testlerin bir varsayımı olup, sürekli değişkenlere ait dağılımların en önemlisidir (Ural ve Kılıç, 2011: 291).

Normal dağılımın araştırılmasında; trendsiz, kutu diyagramı, histogram gibi grafik yöntemlerinin yanı sıra Shapiro-Wilks ve Kolmogorov-Smirnov (K-S) testleri de kullanılmaktadır. Bu çalışmada, K-S testi kullanılmıştır. K-S testi ile bir örneğin dağılımının teorik bir dağılıma uygun olup olmadığı test edilebilir (Karagöz, 2009: 295). Teste ait hipotezler aşağıdaki gibi kurulabilir;

H_0 = Hatalar normal dağılıma uyar.

H_1 = Hatalar normal dağılıma uymaz.

Kurulan hipotezde H_0 , hataların normal dağıldığını; H_1 ise hataların normal dağılıma uymadığını ifade etmektedir. Hataların normal dağılıma uygun olup olmadığını tespit etmek amacıyla, hatalara K-S testi uygulanmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Hatalara İlişkin Kolmogorov-Smirnov Testi

Kolmogorov-Smirnov Z = **0,569**

Anlamlılık Düzeyi = **0,903**

Yukarıdaki sonuçlar incelendiğinde, anlamlılık düzeyinin 0,05'ten büyük olduğu görülür. ($0,903 > 0,05$). Buna göre 0,05 anlamlılık seviyesinde hataların normal dağıldığını söyleyen H_0 hipotezi kabul edilir. Dolayısıyla çoklu regresyon denklemindeki hatalar normal dağılım göstermektedir.

3.5.2.2. Değişen Varyanslılık Testi

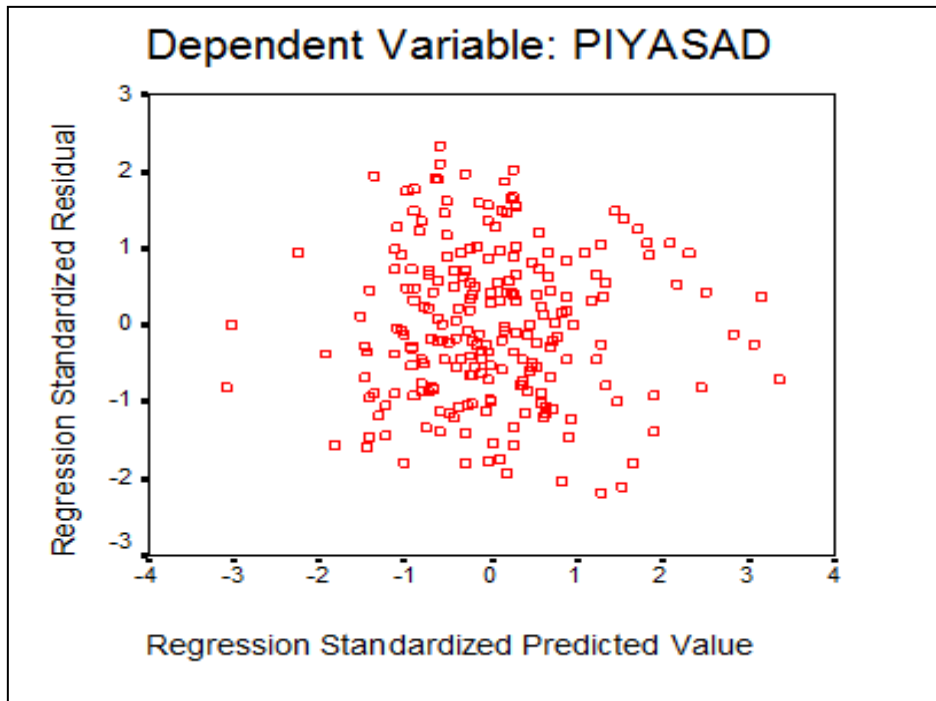
Çoklu regresyon yöntemine ait ikinci varsayım, hataların eşit varyanslı olmasıdır. Hata (yanılgı) varyansının sabitliği ($\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots = \sigma_n^2 = \sigma^2$), en küçük kareler teorisinin standart varsayımlarından biri olup "homoscedasticity" olarak bilinir. Bu varsayımın bozulmasına değişen varyanslılık (heteroscedasticity) sorunu denir (Alpar, 2003: 291).

Değişen varyanslılık durumunda EKK tahminleri yansız (unbiased) ve tutarlı (consistent) tahminlerdir, fakat etkisiz (inefficient) parametre ve tutarsız kovaryans matris tahminine neden olmaktadır. Diğer bir anlatımla tahmin edilen parametrelere ait standart hatalar artık minimum olmamaktadır. Bu durum güvenilir olmayan istatistik testlere yol açmaktadır (Albayrak, 2006: 238).

Değişen varyanslılığı saptamak için çeşitli testler kullanılmaktadır. Bunlar; Park testi, Goldfeld-Quandt testi, Glejser testi, Spearman sıra korelasyon testi, Breusch-Pagan-Godfrey testi ve White nR-kare testidir (Albayrak, 2008: 115). Örneklem hacmi 100'den büyük olduğunda, değişen varyanslılığı saptamak için grafik yöntemi de kullanılabilir. Modelin önemli açıklayıcı değişkenleri ve tahminleri ile hataları arasındaki serpilme

diyagramları ayrı ayrı incelenir. Hatalar ile tahminler (veya önemli bağımsız değişkenler) arasındaki dağılımın şekli artan, azalan veya kum saatine benziyorsa değişen varyans; dikdörtgensel bir dağılıma yakın bir dağılım söz konusu ise sabit varyans varsayımının sağlandığı kabul edilmektedir (Albayrak, 2008: 116). Çalışmada değişen varyans problemi olup olmadığını test etmek için grafik yöntemi kullanılmış ve elde sonuç Grafik 1’de gösterilmiştir.

Grafik 1: Serpilme Grafiği



Grafik 1’de standardize edilmiş hatalar ile tahmini değerlerin dikdörtgensel bir dağılıma yakın olarak dağıldığı görülmektedir. Dolayısı ile; modelde değişen varyans probleminin olmadığı ve hataların sabit varyansa sahip olduğu söylenebilir.

3.5.2.3. Otokorelasyon Testi

Çoklu regresyon analizinin varsayımlarından biri de hata terimlerinin birbirinden bağımsız olması yani hata terimleri arasında otokorelasyonun olmamasıdır. Zaman serisi analizi yapıldığında, artan değerlerin birbirlerinden bağımsız olduğu varsayımı yapılmıştır. Fakat kimi zaman belirli bir dönemdeki değişkenler geçmişteki kendi değerlerinden

etkileniyor olabilir ve artan değerler arasında ilişki olduğu gözlemlenir ve buna “otokorelasyon” denir (Savsar, 2012: 93). Bu anlamda; modelde otokorelasyon probleminin olması, analiz sonuçlarının güvenilirliğini etkiyecektir.

Bir modelde hata teriminin otokorelasyonlu olup olmadığını tespit etmek için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bunlar; grafik yöntemi, sıra (dizilim) testi, Durbin-Watson testi, Von-Neumann oran testi ve ki-kare otokorelasyon testidir (Yavuz, 2009: 127). Çalışmada bu yöntemlerden Durbin-Watson testi kullanılmıştır. Durbin-Watson istatistiği 0 ile 4 arasında değerler alır. 2’ye yakın olan değerler otokorelasyon yoktur anlamına gelir, sıfıra yakın olan değerler pozitif otokorelasyonu, 4’e yakın olan değerler ise negatif otokorelasyonu ifade eder. Eğer Durbin-Watson istatistiği 2’den çok küçükse, pozitif otokorelasyon vardır (Savsar, 2012: 93).

Çoklu regresyon analizinin sonuçlarının yorumlanmasına geçilmeden önce modelde otokorelasyonun varlığı Durbin Watson testi ile araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

Durbin Watson Testi

$$R = 0,46$$

$$R^2 = 0,21$$

$$\text{Düzeltilmiş } R^2 = 0,18$$

$$\text{Regression'un Standart Hatası} = 1,33$$

$$\text{Durbin-Watson İstatistiği} = 0,738$$

Yukarıda yer alan verilerden de görüldüğü gibi; Durbin-Watson istatistiği 0,738 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, modelde otokorelasyon probleminin olduğunu göstermektedir.

EKK regresyon analizinde hata terimleri arasında birinci dereceden otokorelasyon (ardışık bağımlılık) sorunu çözmek için kullanılan yöntemlere kuramda “otoregresyon yöntemleri” adı verilmektedir (Albayrak, 2014: 5). Bu nedenle EKK regresyonunda birinci dereceden otokorelasyon sorunu olduğu zaman, Cochrane-Orcutt, Prais-Winsten ve

Maksimum Olabilirlik gibi alternatif otoregresyon yöntemleri kullanılmaktadır. Diğer kullanılan yöntemler arasında İki Aşamalı Durbin, Hildreth-Lu, Theil-Negar, Bayes, Doğrusal Olmayan En Küçük Kareler, Yule-Walker ve Yinelemeli Yule-Walker yöntemleri yer almaktadır (Albayrak, 2014: 2). Bu çalışmada, Cochrane-Orcutt yöntemi kullanılmıştır. Basit bir uygulama şekline sahip olan Cochrane-Orcutt yöntemi; birinci dereceden otoregresif süreci takip eden regresyon denklemi hatalarını tahmin etmede kullanılan bir prosedürdür (SPSS Inc, 2004: 25). Otokorelasyonun varlığı üzerine, verilere Cochrane-Orcutt yöntemi uygulanmış ve aşağıdaki bulgular elde edilmiştir.

Cochrane- Orcutt Yöntemi

$$R = 0,42$$

$$R^2 = 0,18$$

$$\text{Düzeltilmiş } R^2 = 0,14$$

$$\text{Regression'un Standart Hatası} = 0,997$$

$$\text{Durbin-Watson İstatistiği} = 2,143$$

Cochrane-Orcutt yöntemi sonucu, Durbin-Watson istatistiği 0,738'den 2,143'e yükselmiştir. Dolayısıyla, modelde var olan otokorelasyon sorunu bu yöntem ile ortadan kaldırılmıştır.

3.6. Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları

Çoklu regresyon analizi yapılmadan önce, çalışma verilerinin bazı varsayımları sağlanması gerekir. Bu durum, analizden elde edilen sonuçların güvenilirliği açısından önemlidir. Bu çalışmada yönteme ait tüm varsayımlar test edilmiş, sadece otokorelasyon problemi ile karşılaşmıştır. Otokorelasyon sonunun çözümü için, verilere Cochrane-Orcutt yöntemi uygulanmış ve yöntem sayesinde problem ortadan kaldırılmıştır. Bu bilgiler ışığında elde edilen sonuçlar Tablo 6'da gösterilmiştir⁵.

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

Tablo 6: Çoklu Regresyon Analizi Sonuçları

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

*. 0,10 seviyesinde anlamlı

Tablo 6’da, belirlilik katsayısı veya uyum iyiliği ölçüsü olarak da ifade edilen R-Kare (R^2) değeri, 0,18 olarak bulunmuştur. Belirlilik katsayısı (uyum iyiliği ölçüsü), örneklem regresyon doğrusunun verilere ne kadar iyi uyduğunu gösteren özet bir ölçüdür (Arkan, 2010: 80-81). Daha açık bir ifade ile, R-Kare değeri; bağımlı değişkendeki değişimin % kaçının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir.

R^2 , 0 ve 1 arasında değerler almaktadır (Albayrak, 2006: 257). Bağımsız değişken ile bağımlı değişken arasında herhangi bir ilişki yoksa R^2 sıfır değerini alır. Eğer değişkenler modeli %100 açıklıyorsa, R^2 1’e eşit olur (Karadaş ve diğerleri, 2013: 201). Dolayısıyla R^2 değerinin 1’e yakın olması, bağımlı değişkendeki değişimin büyük kısmının bağımsız değişkenler tarafından açıklanabildiğini gösterir. Bu anlamda R^2 değerinin 0’a yakın olması ise; bağımlı değişkendeki değişimin modele dahil edilmeyen başka bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir.

Analiz sonucunda R^2 değerinin 0,18 olarak bulunması; model için seçilen bağımlı değişkendeki (firma değeri) değişimin %18'inin seçilen bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişimler tarafından açıklandığını gösterir. Geriye kalan %82'lik kısım ise, modele dahil edilmeyen başka değişkenler tarafından açıklanmaktadır.

Modele bağımsız değişken dahil edildikçe R^2 değeri artar. Ancak bu artış; modele katkısı az olan veya hiç katkısı olmayan değişkenler tarafından oluşmuş olabilir. Dolayısıyla bu ihtimalin göz önünde bulundurularak modelin açıklayıcılığını bilmek gerekir. Bunun için Düzeltilmiş R-Kare hesaplanır. Düzeltilmiş R-Kare değeri; modelin gerçek açıklama gücünü gösterir. Tablo 6'ya bakıldığında; Düzeltilmiş R-Kare değerinin 0,14 olduğu görülür. Sonuç olarak modele dahil edilen bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişimin sadece %14'ünü açıklayabilmektedir. Bu sonuç, analiz için seçilen bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkendeki değişimi açıklama gücünün çok zayıf olduğunu göstermektedir.

Veriler zaman serisi şeklinde olduğunda modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığını belirlenmesi gerekir. Otokorelasyon; herhangi bir zaman dilimindeki hata, diğer zaman dilimindeki bir hata ile ilişkili ise ortaya çıkar. Başka bir ifadeyle; eğer regresyon denkleminde hata terimleri birbirinden bağımsız değil ise; modelde otokorelasyon sorunu var demektir. Dolayısıyla, modelde otokorelasyon olmaması; elde edilen sonuçların güvenilirliği açısından önemlidir. Otokorelasyonu belirlemek için kullanılan yöntemlerden biri de Durbin-Watson testidir.

Durbin-Watson istatistiği 0 ile 4 arasında değerler alır. 2'ye yakın olan değerler otokorelasyon yoktur anlamına gelir. Sıfıra yakın olan değerler pozitif otokorelasyonu, 4'e yakın olan değerler ise negatif otokorelasyonu gösterir (Savsar, 2012: 93). Yapılan analiz sonucunda Durbin-Watson istatistiğinin 2,143 olarak bulunması, modelde otokorelasyon probleminin olmadığını göstermektedir.

Tablo 6 incelendiğinde; sabit terimin (constant) katsayısının 20,920 olduğu görölmektedir. Sabit terim; bağımsız değişkenlerin sıfır olması veya hiç dikkate alınmaması durumunda ortaya çıkan bağımlı değişken tutarını göstermektedir. Dolayısıyla; seçilen bağımsız değişkenler 0 bile olsa firmanın piyasa değeri 20,920 olacaktır.

Çalışmada kullanılan likidite oranları; cari oran ve asit-test oranıdır. Tablo 6'ya bakıldığında, cari oranın anlamlılık düzeyinin %10 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir ($0,068 < 0,10$). Bu anlamda, cari oran ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenir. İlişkinin yönü ise negatiftir. Dolayısı ile, cari oranda meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,068 birim azaltacakken, cari oranda meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,068 birim artıracaktır. Likidite oranlarından bir diğeri olan, asit-test oranı ile firma değeri arasındaki ilişki ise; istatistiki olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu anlamda, oranda meydana gelecek olumlu gelişmeler, firma değerini de olumlu yönde etkileyecektir.

Faaliyet oranlarından; stok devir hızı, alacak devir hızı ve özsermaye devir hızına ait sonuçlar istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Sonuçların istatistiki olarak anlamsız bulunması, bu oranlarda meydana gelecek %1'lik bir değişimin firmaların piyasa değerleri üzerinde bir etkiye neden olmayacağını göstermektedir.

Tablo 6'da, karlılık oranlarından; faaliyet kar marjı, net kar marjı ve özsermaye karlılığının olasılık değerlerinin %10 anlamlılık düzeyinden büyük olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuca bakılarak; faaliyet kar marjı, net kar marjı ve özsermaye karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamsız olduğu söylenebilir. Diğer oranların aksine, aktif karlılığı ile firma değeri arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Çünkü, orana ait olasılık değeri %10 anlamlılık düzeyinden küçüktür ($0,026 < 0,10$). İlişkinin yönü ise pozitifdir. Bu anlamda, aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik bir artış, piyasa değerini 2,631 düzeyinde artıracakken, aktif karlılığında meydana gelecek %1'lik azalış, firma değerini 2,631 düzeyinde azaltacaktır. Bu sonuç, aktif karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin oldukça fazla olduğunu göstermektedir.

Analiz için seçilen finansal yapı oranları; borç-özsermaye oranı ve faiz karşılama oranıdır. Ancak; model tarafından borç-özsermaye oranı analizden çıkarılmıştır. Dolayısı ile, burada sadece faiz karşılama oranı ile ilgili bulgular yorumlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda, faiz karşılama oranı ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamsız olduğu, oranda meydana gelecek değişimlerin firma değeri üzerinde bir etkiye neden olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Bu bölümde, finansal oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla, çoklu regresyon analizinden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen veriler ayrıntılı bir şekilde yorumlanmıştır. Aşağıdaki tablolarda ise; ayrıntılı bir şekilde ifade edilen analiz sonuçları ve hipotezler özet olarak sunulmuştur.

Tablo 7: Analizde Kullanılan Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi

	ORANLAR	FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ	İLİŞKİNİN YÖNÜ
1	Cari Oran	Anlamlı	Negatif
2	Asit-Test Oranı	Anlamlı	Pozitif
3	Stok Devir Hızı	Anlamsız	-
4	Alacak Devir Hızı	Anlamsız	-
5	Özsermaye Devir Hızı	Anlamsız	-
6	Faaliyet Kar Marjı	Anlamsız	-
7	Net Kar Mar	Anlamsız	-
8	Aktif Karlılığı	Anlamlı	Pozitif
9	Özsermaye Karlılığı	Anlamsız	-
10	Faiz Karşılama Oranı	Anlamsız	-

Tablo 8: Hipotezlerin Sonuçları

	HİPOTEZLER	SONUÇ
H₁	Cari oranın firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H₂	Asit-test oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H₃	Stok devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₄	Alacak devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₅	Özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₆	Faaliyet kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₇	Net kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₈	Aktif karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	KABUL
H₉	Özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED
H₁₁	Faiz karşılama oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır.	RED

Yapılan analiz sonucuna göre; asit-test oranının ve aktif karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı-pozitif olduğu, cari oranın ise firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı-negatif olduğu sonucuna ulaşılmış ve sonuç Tablo 7’de özet olarak gösterilmiştir.

Tablo 8’de; cari oranın firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₁ hipotezinin, asit-test oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₂ hipotezinin ve aktif karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₈ hipotezinin kabul edildiği; stok devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₃ hipotezinin, alacak devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₄ hipotezinin, özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₅ hipotezinin, faaliyet kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₆ hipotezinin, net kar marjının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₇ hipotezinin, özsermaye karlılığının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₉ hipotezinin ve faiz karşılama oranının firma değeri üzerinde etkisi vardır diyen H₉ hipotezinin red edildiği görölmektedir.

SONUÇ

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

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

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

Çalışmanın birinci bölümünde; finansal analiz kavramı, analizin önemi, finansal analiz çeşitleri ve finansal analizde kullanılan teknikler hakkında bilgiler verilmiştir. Finansal analiz tekniklerinden biri olan oran analizinden ve oran analizi türlerinden ayrıntılı bir şekilde bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; firma değeri kavramı, firma değeri önemi, firma değerini belirlemek için kullanılan yöntemler ve firma değerini etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın üçüncü ve son kısmında; firma değeri ile finansal analizde kullanılan oranlar arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki için çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Daha sonra, elde edilen sonuçlar ve değişkenler arasındaki ilişkiler yorumlanmıştır.

Çalışma, 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunan ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 45 firmanın finansal verilerini kapsamaktadır. Bununla birlikte; 2008-2012 yılları arasında sürekli olarak BIST-100 endeksinde bulunmuş olan ancak faaliyet ve bilanço yapılarının farklı olmasından dolayı; bankalar, sigorta şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları analiz kapsamı dışında tutulmuştur.

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken; firmaların piyasa değerleridir. Firmaların piyasa değerleri; ilgili hissenin piyasada oluşan değeri ile toplam hisse senedi sayısı çarpımı sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte, firmaların piyasa değerlerinin doğal logaritması alınmıştır. Böylelikle; finansal oranlar ile mutlak değerler arasındaki uçurumun azaltılması amaçlanmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler; finansal analizde kullanılan çeşitli oranlardır. Finansal oranlar; bir firmanın likidite ve karlılık durumu, finansal yapısı, varlıklarını ne derece etkin kullandığı ve piyasadaki pozisyonu gibi daha birçok konuda bilgi verir. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler; cari oran, asit-test oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, borç-özsermaye oranı ve faiz karşılama oranıdır.

Değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür. Analiz yapılarak, sonuçların yorumlanmasına geçilmeden önce, yöntemin uygulanabilmesi için gerekli olan tüm varsayımlar test edilmiştir. Modele ilişkin yapılan testler; normal dağılım, değişen vasyanslılık ve otokorelasyon testleridir. Yapılan bu testler sonucunda; verilerin normal dağıldığı ve hataların eşit varyansa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak

modelde otokorelasyon sorunu ile karşılaşılmıştır. Bu sorunu çözmek için; Cochrane-Orcutt yöntemi kullanılmış ve problem ortadan kaldırılmıştır. Daha sonra, elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

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

Sonuçlara oran grubu bazında bakıldığında likidite oranlarından; cari oranın firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı ve negatif olduğu; asit-test oranının ise firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cari oranda meydana gelecek %1'lik bir artış firma değerini yaklaşık %7 düzeyinde azaltacakken; oranda meydana gelecek %1'lik bir azalış firma değerini yaklaşık %7 düzeyinde artıracaktır. Asit-test oranında meydana gelecek %1'lik bir artış ise; firma değerini %9 düzeyinde artıracakken; oranda meydana gelecek %1'lik bir azalış firma değerini %9 düzeyinde azaltacaktır. Bu anlamda; asit-test oranının firma değeri üzerindeki etkisinin, cari orana göre biraz daha fazla olduğu söylenebilir. Yapılan diğer çalışmalarda ise şu sonuçlar elde edilmiştir. Düzer (2008) tarafından yapılan çalışmada, firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-pozitif, asit-test oranı arasında anlamlı-negatif bir ilişki; Chowdhury ve Chowdhury (2010) ve Pouraghajan ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmalarda, firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-pozitif bir ilişki; Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada cari oranın firma değeri üzerinde anlamlı etkilerinin olduğu; Savsar (2012) tarafından yapılan çalışmada ise, cari oran ile asit-test oranının firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faaliyet oranlarından; stok devir hızı, alacak devir hızı ve özsermaye devir hızının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısı ile; stok devir hızında, alacak devir hızında ve özsermaye devir hızında meydana gelecek değişimlerden firma değeri etkilenmeyecektir. Konu ile ilgili diğer çalışmalara bakıldığında; Düzer (2008) tarafından yapılan çalışmada alacak devir hızı ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığı; özsermaye devir hızının ve stok devir hızının firma değerini negatif yönde etkilediği; Savsar (2012) tarafından yapılan çalışmada alacak devir hızının firma değerini

pozitif yönde etkilediği, özsermaye devir hızı ile stok devir hızının firma değeri üzerindeki etkisinin negatif olduğu; Küçükkaplan (2013) tarafından yapılan çalışmada; taşa-toprağa dayalı alt sektörde, alacak devir hızının firma değerini anlamlı-negatif yönde etkilediği, Ulusoy ve Türk (2013) tarafından yapılan çalışmada ise; stok devir hızının firma değeri üzerinde bir etkisinin olmadığını sonucuna ulaşılmıştır.

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

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

Sonuç olarak yapılan analizde; firma değeri ile asit-test oranı ve aktif karlılığı arasında anlamlı-pozitif bir ilişki; firma değeri ile cari oran arasında anlamlı-negatif bir ilişki bulunmuştur. Çalışmada kullanılan diğer oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkinin ise istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamda firmaların kısa vadeli borçlarını nakde dönüşmesi kolay olan varlıklarla karŐılamaları ve net karlarını artırma çabaları, hem firmaların hem de hissedarların servetine katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte; firmaların çalışma sermayesine çok fazla yatırım yapmamaları gerekir. Firmaların gereğinden fazla çalışma sermayesine yatırım yapmaları, karŐılarına çıkan yatırım fırsatlarını değerlendirmedikleri anlamına gelir. Bu durum da, firmaların karlılığını etkileyerek, firma değelerinin azalmasına neden olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Akça, Seçil (2008), **Beta Katsayısı ile Finansal oranlar Arasındaki İlişkilerin Ölçülmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akdoğan, Nalan ve Tenker Nejat (2007), **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 12. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi.

Akgüç, Öztin (1989), **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5. Basım: İstanbul, Avcıol Matbaası.

Akmeşe, Halil (2006), **Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerinde Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Albayrak, Ali Sait (2006), **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikler**, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.

Albayrak, Ali Sait (2008), "Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 10(2), 111-134.

Albayrak, Ali Sait (2014), "Otokorelasyon Durumunda EKK Tekniğinin Alternatifi Otoregresyon Teknikleri ve Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19(2), 1-20.

Alkan, Gönül İpek ve Demireli, Erhan (2007), "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 9(2), 27-39.

Alpar, Reha (2003), **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlere Giriş-1**, Değiştirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

- Altunışık, Remzi ve diğerkleri (2010), **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı**, Geliştirilmiş 6. Baskı, Sakarya: Sakarya Yayıncılık.
- Arat, M. Emin (2005), **Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar: İlkeler ve Yorumlar**, Marmara Üniversitesi, Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No: 531/764.
- Arkan, Ferhat (2010), **Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Atmaca, Metin (2010), **Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına ve Vergi Yasalarına Göre Düzenlenen Temel Mali Tabloların Finansal Analiz Açısından Karşılaştırılmalı Olarak İncelenmesi ve Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aydın, Nurhan (1988), **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aydın, Yavuz (2012), "Firma Değerleme Yöntemleri", **Kırıkkale Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 1(1), 87-110.
- Ban, Ünsal ve Metin Kamil Ercan (2005), **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Başaran, Ümit (2008), **İMKB'de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bayırlı, Rıdvan (2006), **Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değer ve Örnek Bir Uygulama**, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bergevin, Peter M. (2002), **Financial Statement Analysis an Integrated Approach**, New Jersey: Prentice Hall.

- Brealey, Richard A. ve Myers, Stewart C. (2003), **Principles of Corporate Finance**, Seventh Edition, America: McGraw Hill.
- Brigham, Eugene F. ve Gapenski, Louis C. (1991), **Financial Management Theory and Practice**, Sixth Edition, Gainesville Florida: The Dryden Press International Edition.
- Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F. (2001), **Fundamentals of Financial Management**, Ninth Edition, America: Harcourt College Publishers.
- Burucu, Hümeyra (2009), **Finansal Analiz Tekniklerinin İşletmelerin Mali Durumunu Göstermedeki Etkinliği ve Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Büyükkonuklu, Buket (2011), **Firma Değeri ile Sermaye Yapısının İlişkinin Matematik Modellerle İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Canbaz, Mustafa (1998), **Erken Uyarı Göstergeleri Olarak Finansal Oranlar ve Çok Değişkenli Model Önerisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ceylan, Ali (1998), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2013), **Finansal Yönetim Temel Konular**, 7. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chambers, Nurgül (2009), **Firma Değerlemesi**, 2. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Chowdhury, Anup ve Chowdhury, Suman Paul (2010), "Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh", **Business and Economic Horizons**, 3(3), 111-122.
- Çabuk, Adem ve Lazol, İbrahim (2010), **Mali Tablolar Analizi**, 9. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi.

- Çam, Alper Veli (2010), **Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İ.M.K.B'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çetiner, Ertuğrul (2007), **İşletmelerde Mali Analiz**, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi.
- Dağlı, Hüseyin (2009), **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Trabzon: Derya Kitapevi.
- Dağlı, Hüseyin (2012), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, Trabzon: Derya Kitapevi.
- Damodaran, Aswath (1997), **Corporate Finance Theory and Practice**, 2nd Printing, America: John Wiley& Sons.
- Demir, Yusuf (2001), "Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, 6(2), 109-130.
- Demir, Volkan ve Bahadır, Oğuzhan (2007), "UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı", **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, (23), 65-79.
- Demirkol, İsmet (t.y), **Firma Değeri ve Genel Çerçevesi**, http://www.ekodialog.com/Makaleler/firma_degeri.html (02.12.2013).
- Düzer, Murat (2008), **Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Enginyurt, Hazar (2006), **Türkiye Çay Sanayinde Finansal Analiz Tekniklerinin Uygulanması: Çaykur A.Ş'de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ertaş, Fatih Coşkun ve Karaca, S. Serdar (2010), "Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi", 58-68.
- Gallagher, Timothy J. ve Andrew, Joseph D. (1997), **Financial Management Principles and Practice**, New Jersey: Prentice Hall.

- Gattis, Christopher G. (2009), **Using Financial Ratios**, http://bluepointstrategies.com/uploads/White_Paper_-_Using_Financial_Ratios.pdf (16.11.2013).
- Geysler, M. ve Liebenberg, IE. (2003), "Creating a New Valuation Tool for South African Agricultural Co-Operatives", **Agrekon**, 42(2), 106-115.
- Göktaş, Atilla ve İşçi, Öznur (t.y), "Türkiye'de İşsizlik Oranının Temel Bileşenli Regresyon Analizi ile Belirlenmesi", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 279-294.
- Gülcan, Nazlıgül (2011), **Finansal Oranlar Yardımıyla İşletmelerin Finansal Başarısızlıklarının Tespit Edilmesi; İMKB'de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güler, Hüseyin (2010), **Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Gündüz, Zeki (t.y), **Şirketlerin Değeri Nasıl Belirlenir**, <http://www.vergiportali.com/doc/sirketdegeri.pdf> (21.01.2014).
- Güvemli, Oktay (1981), **Uygulamalı Mali Tablolara Tahlili**, İstanbul: Çağlayan Kitabevi.
- Hamadi, Hassan ve Hamadeh, Mohamad (2012), "Equity Valuation: A Comparison Between the Discounted Cash Flow Models and the Residual Income Models", **International Journal of Business, Accounting, and Finance**, 6(2), 104-115.
- Haskins, Mark E. ve diğerleri (1997), **Financial Accounting and Reporting**, Second Edition, America: Von Hoffmann Press.
- Hatipoğlu, Mercan ve Yener, Erol (2013), "Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(3), 7-29.

Horasan, İlkay (2010), **Bankacılık Sektöründe Kredilendirmede Uygulanan Finansal Analiz Teknikleri ve Basel II Kriterlerinin Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Innocent, Eneke Chinedu ve diğerleri (2013), “Financial Ratio Analysis As a Determinant of Profitability in Nigerian”, **International Journal of Business and Management**, 8(8), 107-117.

İlarslan, Kenan (2011), **Birleşme ve Satın Almaların Finansal Oranlar Yoluyla İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İstanbul YMM Odası Raporu (2008), **Defter Değerinin Hesaplanması**, 13-18, http://www.istanbulymm.org.tr/_dosya/MaliPlatform/2008_26.%20defter%20degerinin%20hesaplanmasi.pdf (16.01.2014).

Kaba, Fettah (2009), **KarPayı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kahiloğulları, Selda (2012), **Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Analiz Tekniklerinin Kullanımı: Akdeniz Bölgesinde Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kalaycı, Şeref (2010), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, 5. Baskı, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.

Karadaş, Murat ve diğerleri (2013), “Regresyon Analizi ile Bir Jeotermal Santralin Performans Modellemesi”, **11. Ulusal Tesisat Mühendisliği Kongresi**, 197-209.

Karagöz, Murat (2009), **İstatistik Yöntemleri**, 7. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Karakozak, Özlem (2012), **2008 Küresel Finansal Krizin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB’de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir**

Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Keown, Arthur J. ve diğerleri (1998), **Foundations of Financial Management**, Second Edition, America: Prentice Hall International.

Kırlı, Mustafa (2005), “Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi’nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değer’in Belirlenmesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, 12(2), 157-169.

Koç, Yüksel (1967), **İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri**, Ankara: Ankara Üniversitesi Basımevi.

Kolb, Burton A. (1983), **Principles of Management**, America: Business Publication.

Konuk, Hayrettin (2006), **Şirket Değerleme Yöntemleri ve Reel Opsiyonlar Yaklaşımı**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Kurtuldu, Aysu (2007), **Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Küçükkaplan, İlhan (2013), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Üretim Firmalarının Piyasa Değerini Açıklayan İçsel Değişkenler: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(2), 161-182.

Küçükkaplan, İlhan ve diğerleri (2012), “Kaynak Yapısının Firma Değeri ile İlişkisinin İMKB’de 2000-2011 Yılları Arasında Panel Yumuşak Geçiş Regresyon Yöntemiyle Araştırılması”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi 16. Finans Sempozyumu**, 343-362.

Lin, Feng-Li ve Chang, Tsangyao (2011), “Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis”, **Applied Economics**, (46), 117-128.

- Manjunatha, K. (2013), “ Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm”, **Global Journal of Commerce & Management Perspective**, 2(2), 18-27.
- Masulis, Ronald W. (1983), “The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates”, **The Journal of Finance**, 38(1), 107-126.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1958), “The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment”, **The American Economic Review**, 48(3), 261-297.
- Moyer, R. Charles ve diğerleri (1984), **Contemporary Financial Management**, Second Edition, America: West Publishing.
- Oglesby, Darren Wayne (2007), “Price-Earnings (P/E) Ratio Concise”, **Concise Encyclopedia of Investing**, 54-55.
- Omran, Mohammed ve Ragab, Ayman (2013), “Linear Versus Non-Linear Relationships Between Financial Ratios and Stock Returns: Empirical Evidence from Egyptian Firms”, **Review of Accounting and Finance**, 3(2), 84-102.
- Onat, M. Gökhan (2007), **Otomotiv Sektöründe Oranlar Yöntemi Aracılığı ile Finansal Analiz**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- Önal, Yıldırım Beyazıt ve diğerleri (2005), “Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Bir Uygulama”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 14(2), 369-390.
- Özaltın, Oğuzhan (2006), **Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, Emre (2007), **Türk Sermaye Piyasasında Menkul Değerler Analizi ve Piyasa Zamanlaması Etkinliğinin Ölçülmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, Muhammed (1997), **Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.

- Öztürk, M. Başaran (2007), “Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB’de Ampirik Bir Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (23), 275-284.
- Öztürk, Hakkı (2008), **Yatırım Bankacılığında Şirket Değerleme Yöntemlerine Genel Bakış ve Şirketlerin Piyasa Değerlerini Arttırmalarına Yönelik İMKB Hisse Senetleri Piyasası İçin Ampirik Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Özütürk, Leyla (2010), **Faaliyet Bazlı Maliyetlendirme (ABC) ile Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemlerinin Birleştirilmesi ve Uygulama Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pinches, George E. (1990), **Essentials of Financial Management**, America: Halper Collins Publishers.
- Pouraghajan, Abbasali ve diğerleri (2013), “Investigation the Effect of Financial Ratios, Operating Cash Flows and Firm Size on Earnings Per Share: Evidence from the Tehran Stock Exchange”, **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**, 4(5), 1026-1033.
- Poyraz, Erkan (2008), **Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim**, Muğla: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Savaşkan, Ozan (2005), **Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı**, <http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=381&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> (03.02.2014).
- Savsar, Arif (2012), **Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Serinkaya, İlker (2008), **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sevinç, Ahmet (2008), **Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sharma, Kapil (2012), “Identifying Relationship Between Capital Structure and Value of the Firm for Indian Pharmaceutical Companies”, **The Journal Contemporary Management Research**, 6(2), 77-85.

Shim, Jae K ve Siegel, Joel G. (1998), **Theory and Problems of Financial Management**, Second Edition, America: McGraw-Hill Companies.

Simona Cican ve diğerleri (t.y.), **Modern Indicators Derived from Value Creation and Discounted Cash Flow Methods**, http://www.gti.ktk.pte.hu/files/tiny_mce/File/PL/Takacs_A_The_practical_application_of_the_DCF_methods.pdf (02.02.2014).

Tandoğan, Burhanettin (2002), **Finansal Tabloların Analizi ve Finansman Yöntemlerinin Değerlendirilmesi**, 2. Baskı, Bursa: Vakıf Sistem Pazarlama Yazılım Servis.

Topak, Mehmet Sabri (2010), **Ekonomik Katma Değer ve Hisse Senedi Verimini Belirlemedeki Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tugay, Osman (2004), **Enflasyonun Mamul Maliyetlerinin Oluşum Sürecine ve Vergilendirmeye Etkisi: Örnek Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tutar, Hüseyin Özgür (2007), **Finansal Analiz Teknikleri ile Başarısızlık Tahmini; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gözaltı Pazarında Ampirik Bir İnceleme**, Yayınlanmamış Master Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Türko, Metin (1999), **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

Ulusoy, Osman ve Türk, Veysel Eren (2013), “Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BIST)’da Bir Uygulama”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi** 15(2), 365-384.

- Ural, Ayhan ve Kılıç, İbrahim (2011), **Bilimsel Araştırma Süreci ve SPSS ile Veri Analizi**, Genişletilmiş 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ünlü, Seyhan (2008), **Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Vemala, Prasad ve Nguyen, Doanh “Zone” T. (2013), “Joint Effects of Ownership Structure, Agency Costs, and Liquidity on Firm Value: The Case of India”, **Journal of International Business & Economics**, 13(4), 117-122.
- Yavuz, Selahattin (2009), “Hataları Ardışık Bağımlı (Otokorelasyonlu) Olan Regresyon Modellerinin Tahmin Edilmesi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23(3), 123-140.
- Yıldız, Şule ve Karaca, Nevran (2011), “Stratejik Yönetim Bakış Açısıyla Bütünleşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme ve Ekonomik Katma Değer Sistemi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (51), 1-26.
- Yılığör, Ayşe Gül (t.y.), “İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer [EVA] ve Piyasa Katma Değeri [MVA] Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi”: İMKB 100 Örneği, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 60(1), 226-248.
- Yılmaz, Tuncer (2013), **İMKB’de İşlem Gören Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değerine Dayalı Performans Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Fatih Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücel, İlhami (2001), **Türkiye’deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yüksek, Ahmet Gürkan (2007), **Hava Kirliliği Tahmininde Çoklu Regresyon Analizi ve Yapay Sinir Ağları Yönteminin Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Zengin, Nüman (2009), **Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler ile İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Zor, İsrail ve Cengiz Selim (2013), “Entelektüel Sermaye ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3(1), 37-56.

URL, <http://brain.mcmaster.ca/SPSS.manual/SPSS%20Trends%2013.0.pdf> (02.04.2014).

URL, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/> (20.02.2014).

URL, <http://www.kap.gov.tr/> (10.02.2014).

URL, <http://borsaistanbul.com/> (10.02.2014).

URL, <http://www.ktu.edu.tr/library> (20.02.2014).

URL, www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc (16.01.2014).

EKLER

Ek 1: Analizde Yer Alan Firmalar

1	AKENERJİ	24	KARDEMİR D
2	AKSA	25	KARSAN OTOMOTİV
3	ALARKO HOLDİNG	26	KOÇ HOLDİNG
4	ANADOLU EFES	27	KOZA MADENCİLİK
5	ARÇELİK	28	MİGROS
6	ASELSAN	29	NET HOLDİNG
7	AYGAZ	30	NET TURİZM
8	BAGFAŞ	31	OTOKAR
9	BANVİT	32	PARK ELEKTRİK MADENCİLİK
10	BİM MAĞAZALAR	33	PETKİM
11	DOĞAN HOLDİNG	34	SABANCI HOLDİNG
12	DOĞAN YAYIN HOLDİNG	35	ŞİŞE CAM
13	DOĞUŞ OTOMOTİV	36	TAV HAVALİMANLARI
14	ECZACIBAŞI İLAÇ	37	TEKFEN HOLDİNG
15	EGE GÜBRE	38	TOFAŞ OTO. FABRİKALARI
16	ENKA İNŞAAT	39	TRAKYA CAM
17	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	40	TURKCELL
18	FORD OTOSAN	41	TÜPRAŞ
19	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG	42	TÜRK HAVA YOLLARI
20	GÜBRE FABRİKALARI	43	TÜRK TELEKOM
21	HÜRRİYET GAZETESİ	44	ÜLKER BİSKÜVİ
22	İHLAS EV ALETLERİ	45	ZORLU ENERJİ
23	İHLAS HOLDİNG		

Ek 2: 2008-2012 Yılları Arasında Piyasa Değeri En Yüksek Olan İlk 5 Firma

2008	2009	2010	2011	2012
TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL
TÜRK TELEKOM	TÜRK TELEKOM	TÜRK TELEKOM	KOÇ HOLDİNG	TÜRK TELEKOM
ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	KOÇ HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG
SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	ENKA İNŞAAT	SABANCI HOLDİNG
KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG	ENKA İNŞAAT	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES

ÖZGEÇMİŞ

Zekiye TEMİZER, 1989 yılında Samsun'un Vezirköprü ilçesinde doğmuştur. İlköğrenimini Fazıl Ahmet Paşa İlköğretim Okulu'nda, ortaöğrenimini ise Vezirköprü Yabancı Diller Ağırlıklı Lisesi'nde tamamlamıştır. 2007 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde lisans eğitime başlamıştır. Lisans eğitimini 2011 yılında tamamlamış ve aynı yıl Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Finans Programı'nda yüksek lisans eğitime başlamıştır. 2015 yılı itibariyle aynı üniversitede Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı'nda araştırma görevlisi olarak çalışmalarını sürdürmektedir.