

GAZİANTEP 2019

GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İBRAHİM ASLAN

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**FİNANSAL PERFORMANSIN FİRMA DEĞERİ
ÜZERİNE ETKİSİ BİST’TE GIDA SEKTÖRÜ
ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

YÜKSEK LİSANS

İBRAHİM ASLAN

GAZİANTEP
EKİM 2019

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**FİNANSAL PERFORMANSIN FİRMA DEĞERİ
ÜZERİNE ETKİSİ BİST'TE GIDA SEKTÖRÜ
ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

YÜKSEK LİSANS

İBRAHİM ASLAN

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU

GAZİANTEP
EKİM 2019

ETİK BEYAN

Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

İbrahim ASLAN
Ekim 2019

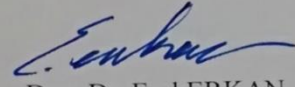
T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**FİNANSAL PERFORMANSIN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ BİST'TE
GIDA SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

İBRAHİM, ASLAN

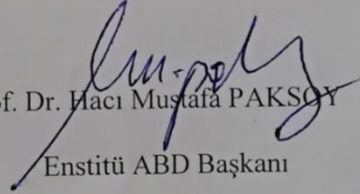
Tez Savunma Tarihi: 28.10.2019

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

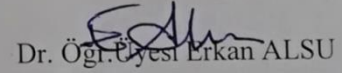

Doç. Dr. Erol ERKAN

SBE Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak gerekli şartları sağladığını onaylıyorum.


Prof. Dr. Hacı Mustafa PAKSOY
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımca (tarafımızca) okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

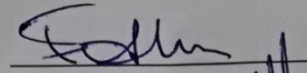

Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

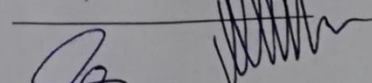
Jüri Üyeleri:

İmzası

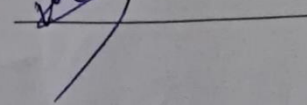
Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU



Dr. Öğr. Üyesi Murat KARAHAN



Doç. Dr. Mehmet ÖZÇALICI



ÖZET

FİNANSAL PERFORMANSIN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ BİST'TE GIDA SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

ASLAN, İbrahim
Yüksek Lisans Tezi,
Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Erkan ALSU
Ekim 2019, 94 sayfa

Bu çalışma, finansal performansın ve firma değerinin 2008-2018 arasındaki zaman içinde Borsa İstanbul'da gıda sektöründe bulunan firmaların piyasa katma değerine etkisini incelemektedir. Bağımsız değişkenler borçluluk oranları, kârlılık oranları, likidite oranları, verimlilik oranları ve Tobin Q oranı olarak belirlenmiştir. Bu çalışmada GMM yöntemi ile yapıldığı için araç değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada finansal performans ve firma değerlerinin ölçümlerinin literatürünü inceledikten sonra GMM yöntemi ile analiz yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kârlılık oranları, verimlilik oranları, likidite oranları ve Tobin Q oranı firma değerini etkilemektedir.

Anahtar kelimeler: Finansal Performans, Firma değeri, GMM, Dinamik Panel Veri, Finansal oranlar

ABSTRACT**THE EFFECT OF FINANCIAL PERFORMANCE ON THE COMPANY'S
VALUE AN AMPRIC STUDY ON THE FOOD SECTOR IN THE BIST**

ASLAN, ibrahim
Master Thesis,
Thesis Advisor: Dr. Erkan ALSU
October 2019, 94 pages

This study examines the effect of financial performance and firm value on the market value added of food companies in the Istanbul Stock Exchange between 2008-2018. Independent variables were determined as indebtedness ratios, profitability ratios, liquidity ratios, productivity ratios and tobin Q ratio. In this study, tool variables were used because GMM method was used. In this study, after examining the literature of capital structure and firm values measurements, analysis was made by GMM method. According to the results of the analysis, profitability ratios, productivity ratios and liquidity ratios and tobin Q ratio affect the firm value.

Key words: Capital Structure, Firm Value, GMM, Dynamic Panel Data, Financial Ratios

ÖN SÖZ

Bu araştırma, Finansal Performansın Firma Değerleri Üzerine Etkisini araştırmak amacıyla yapılmış ve araştırma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş, kurumsal çerçeve ve literatür, materyal ve yöntem, araştırma bulgular ve tartışma ve sonuç bölümünden oluşmaktadır araştırma süresince yardımlarını eksik etmeyen ve her konuda yardımcı olan tez danışmanım Dr. Öğretim Üyesi Erkan ALSU ya teşekkürlerimi sunar.

Ayrıca tez boyunca her zaman yanımda olan ve beni destekleyen arkadaşlarıma ve aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İbrahim ASLAN
Gaziantep 2019

İÇİNDEKİLERSayfa No

ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
ÖN SÖZ	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
TABLO LİSTESİ.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ	x
KISALTMALAR.....	xi
BİRİNCİ BÖLÜM	1
GİRİŞ	1
1.1. GİRİŞ.....	1
İKİNCİ BÖLÜM	4
KURAMSAL ÇERÇEVE VE LİTERATÜR ÖZETİ.....	4
2.1.FİNANSAL PERFORMANS	4
2.1.1.Finansal Performansın Tanımları	4
2.1.2.Finansal Performansın Ölçümü	5
2.1.3. Finansal Analiz Kavramı ve Önemi	7
2.1.4. Finansal Analizin Türleri	11
2.1.4.1.Finansal Analizden Faydalanacak Kişiler Açısından	11
2.1.4.2.Finansal Analizde Kullanılan Tabloların Türü ve Kapsamı Açısından	14
2.1.4.3.Finansal Tablolar Analizinin Yapılma Amacı Açısından	16
2.1.5.Finansal Analiz Teknikleri.....	17
2.1.5.1.Yatay Analiz.....	18
2.1.5.2.Dikey Analiz.....	19
2.1.5.3.Eğilim Analizi	20

2.1.5.4.Oran Analizi	21
2.1.5.4.1.Likidite Oranları	23
2.1.5.4.1.1.Cari oran.....	24
2.1.5.4.1.2.Likidite oranı	24
2.1.5.4.1.3.Nakit oranı.....	24
2.1.5.4.2.Borçluluk Oranları	25
2.1.5.4.2.1. Özsermaye oranı	26
2.1.5.4.2.2. Borç Oranı	26
2.1.5.4.2.3.Kısa Vade Borç Oranı	27
2.1.5.4.2.4.Finansman Giderler / Net Satış Oranı	27
2.1.5.4.3.Kârlılık Oranları.....	27
2.1.5.4.3.1.Aktif Kârlılık	28
2.1.5.4.3.2.Brüt Kâr Marjı Oranı.....	28
2.1.5.4.3.3.Özsermaye Kârlılık Oranı	29
2.1.5.4.4.Verimlilik Oranları	29
2.1.5.4.4.1.Dönen Varlık Devir Hızı	29
2.1.5.4.4.2.Alacak Devir Hızı.....	30
2.1.5.4.4.3.Stok Devir Hızı	30
2.1.6.Finansal Kontrol.....	30
2.1.6.1.Du-pont Kontrol Sistemi	30
2.1.6.2.Tobin-Q Oranı	31
2.2.FİRMA DEĞERİ	32
2.2.1.Firma Değer Kavramı	32
2.2.1.1.Firma Değerlemesinin Önemi	32
2.2.1.2.Firma Değerlemesinin Nedenleri.....	33
2.2.1.3.Firma Değerlemenin Amacı	34
2.2.1.4.Firma Değerleme Faaliyeti İle İlgilenen Kişi ve Kurumlar	34
2.2.2.Firma Değerini Etkileyen Faktörler.....	35
2.2.2.1.Tahmin Dönemi.....	35
2.2.2.2.Paranın Zaman Değeri	35

2.2.2.3. Artık Değer.....	36
2.2.2.4. Şerefiye	36
2.2.2.5. Firmanın Sermaye Bileşimi.....	37
2.2.2.6. Kâr Dağıtım Politikası	38
2.2.2.7. Nakit Akımlar	39
2.2.2.8. Firmanın Finansal Yapısı	40
2.2.2.9. Firmanın Ar-Ge Giderlerinin Düzeyi	42
2.2.2.10. Firmanın Yönetim Yapısı.....	43
2.2.3. Firma Değerini Belirleme Yöntemleri.....	43
2.2.3.1. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri.....	43
2.2.3.1.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	44
2.2.3.1.2. Fiyat / Kazanç Oranı	45
2.2.3.1.3. Fiyat / Nakit Akım Oranı.....	45
2.2.3.1.4. Fiyat / Satışlar Oranı	45
2.2.3.2. Varlığa Dayalı Değerleme Yöntemleri	46
2.2.3.2.1. Net aktif değeri yöntemi.....	46
2.2.3.2.2. Defter değeri	46
2.2.3.2.3. Tasfiye değeri	46
2.2.3.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	46
2.2.3.3.1. Öz Kaynağa Ait Serbest Nakit Akımları.....	48
2.2.3.3.2. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları	48
2.2.3.3.3. Ekonomik Kâr Modeli.....	49
2.2.3.4. Modern Değerleme Yöntemleri.....	49
2.2.3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi	49
2.2.3.4.2. Piyasa Katma Değeri Yöntemi	50
2.2.3.4.3. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı	51
2.3. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	60
MATERYAL VE YÖNEM.....	60
3.1.ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ.....	60
3.1.1. Dynamic Panel Veri.....	60
3.1.2.GMM Yöntem Tahmini	63
3.1.3.Varsayımlar	65
3.1.3.1.Birim Kök.....	65
3.1.3.2. Sargan-Hansen Geçerlilik Testi.....	66
3.1.3.3. Arellano–Bond Seri Korelasyon Testi	67
3.1.3.4.Wald Model Anlamlığı Testi.....	69
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	71
ARAŞTIRMA BULGULARI VE TARTIŞMA.....	71
4.1.BULGULAR.....	71
4.1.1. Veri Seti ve Değişkenler	71
4.1.2.Model Tahmini.....	75
4.1.2.1.Birim Kök.....	75
4.1.2.2.GMM Model Tahmini.....	76
4.1.2.3.Arellano-Bond Seri Korelasyon Testi.....	79
4.1.2.4.Wald Test	79
BEŞİNCİ BÖLÜM	81
SONUÇ	81
5.1.SONUÇ.....	81
KAYNAKÇA	85
ÖZGEÇMİŞ.....	94

TABLO LİSTESİ**Sayfa No**

Tablo 1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinde İşlem Basamakları	47
Tablo 2. Firma Değerleme Ölçütleri Karşılaştırmalı Analizi	51
Tablo 3. GMM Tahmin Modelleri	71
Tablo 4. Çalışmanın Hipotezleri	72
Tablo 5. Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler.....	73
Tablo 6. Araç Değişkenler.....	73
Tablo 7. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin İstatistik Verileri.....	74
Tablo 8. Birim Kök Test Sonuçları.....	75
Tablo 9. Panel GMM Yöntem Sonuçları.....	77
Tablo 10. Arellano-Bond Seri Korelasyon Testi Sonuçları.....	79
Tablo 11. Wald Test Sonuçları	80
Tablo 12. Sonuç Tablosu	82
Tablo 13. Çalışmanın Hipotez Sonuçları	83

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1. Öz Sermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımları48



KISALTMALAR

CVA	:	Nakit Katma Değer
CFROI	:	Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı
DCF	:	İndirgenmiş Nakit Akımı
DPD	:	Dinamik Panel Veri
EVA	:	Ekonomik Katma Değer
F/K	:	Fiyat Kazanç Oranı
FCF	:	Serbest Nakit Akışı
GMM	:	Genelleştirilmiş Moment Yöntemi
IFR	:	İnternet Finansal Raporlama
MVA	:	Piyasa Katma Değeri
NOPLAT	:	Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı
PD/DD	:	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
ROA	:	Aktif Kârlılık
ROE	:	Özsermaye Kârlılık
ROCE	:	Kullanılan Sermayenin Getirisi
TKY	:	Toplam Kalite Yönetimi
WACC	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
KAP	:	Kamu Aydınlatma Platformu

BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞ

1.1. GİRİŞ

Firma performansı, stratejik yönetim araştırmalarında önemli bir yapıdır ve sıklıkla bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır. Finansal performans kavramıyla ilgili olarak birçok araştırma yapılmış ancak tanımı, boyutları ve ölçülmesi konusunda bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Yatırımcının bir şirketin yatırım kararını vermedeki ana düşüncelerinden biri iyi bir finansal performanstır (Ganto 2008:85-96). Yatırımcılar için finansal performans ölçümü yatırım yapmak için temel bir unsur haline gelmiştir, çünkü finansal performans ölçümü şirketin gerçek durumunu göstermektedir. Şirketler uygun iş stratejisini uyguladıklarında finansal performansı sürekli olarak arttıracaklardır. Geliştirilmiş finansal performansla şirketlerin değerini arttırması beklenmektedir.

Her firma, firma değerini daima arttırarak koruma yoluna gitmektedir. Firma değeri birkaç değişkendeki etkilenmektedir; bunlardan biri finansal performanstır. Şirketler finansal kaynaklarını yönetmedeki yönetim başarısının seviyesini, finansal performanstan görebilmektedir. Andri ve Hanung (2007), finansal oranlarla sağlanan finansal performansın yüksek çıkması firma değerinin de yüksek çıkacağını göstermektedir. Mahendra (2011), kârlılığın önemli ölçüde firma değerini etkileyeceğini ortaya koymaktadır, çünkü yüksek kârlılık, yüksek kâr paylaşımının garantisi olduğu anlamına gelmektedir. Putri (2013) göre, yatırımcıların, şirket beklentilerini fark ettiklerinde üstlenecekleri maliyetlerle ilgili olarak yatırımlarıyla ilgili bilgiye ihtiyaç duyacaklarını belirtmektedir. Yatırımcılar, şirketin durumu hakkında daha fazla bilgi veren kuruluşları daha çok tercih etmektedir. Şirketin yatırımcılara yönelik şirket bilgilerinin fazla olması, yatırımcılar açısından şirketin

riskinin düşük olduğu anlamına gelmektedir. Dış taraflar için yatırımcılar ve alacaklılar şirketin finansal performansını değerlendirme de bilgi kaynağı olarak, İnternet Finansal Raporlama (IFR) kullanmaktadır(Ganto, 2008:85-96).

En başarılı firmaların seçilmesi her zaman için zorlu bir görev olarak kanıtlanmıştır, çünkü bir firma yüksek bir kârlılık seviyesine sahip olduğu gibi aynı zamanda likiditesinde de çok kötü bir durumda olabilmektedir. Bir firmanın finansal performansı, kârlılık, temettü artışı, satış cirosu, varlık tabanı, arasında kullanılan sermaye olarak analiz edilmektedir. Ancak, firmaların performansının nasıl ölçülmesi gerektiği ve şirketlerin finansal performansını etkileyen faktörler hakkında hala tartışmalar devam etmektedir (Liargovas ve Skandalis, 2008:7). Iswatia and Anshoria (2007) 'ya göre performans, bir kuruluşun rekabet avantajı geliştirmek için çeşitli yollarla kaynakları kazanma ve yönetme yeteneğinin bir fonksiyonu olduğunu söylemektedir. Finansal performansın doğrudan finansal rapora ilişkin değişkenler üzerinde durduğu bilinmektedir. Sermaye piyasası, uzun vadeli üretken yatırımları finanse etmek için sermaye kaynaklarının tahsis edilmesini kolaylaştırarak ekonomide kritik bir rol oynamaktadır. Bu durumun ülkedeki ekonomik büyüme sürecini kolaylaştıracağı ve teşviki arttıracığı ön görülmektedir(Ganto, 2008:85-96).

Küreselleşmenin bir arada olması, şirketler arasındaki rekabetin şiddetlenmesiyle artmaktadır. Rekabetçilik, etkinlik ve verimlilik ile belirlenmektedir(Csath, 2007:87). Bir şirketin finansal performans belirleyicilerini incelemek her zaman önem arz etmektedir, çünkü her sektörün aynı belirleyiciye sahip olması mümkün değildir, faaliyetlerine ve karakterlerine göre farklılık gösterebilmektedir. Bir şirketin rekabet gücü ve performansı, emsalleriyle ve en iyi uygulamalarla karşılaştırılarak değerlendirilmektedir (Manzoni, 2007:11).

Bu araştırmanın amacı; finansal performansın firma değeri üzerindeki etkisinin Dinamik Panel Veri Analizinin Genelleştirilmiş Momentler Yöntemini kullanarak farklı sektörlerde işlem gören firmalar yerine tek bir sektörde faaliyet gösteren yani Gıda Sektöründe BIST'te işlem gören 28 adet firmanın ele alınması suretiyle homojen bir çalışma grubu oluşturarak 2008-2018 yıllarına ait veriler ışığında oranların temsil ettiği gruplar olan; likidite oranları, kârlılık oranları, borçluluk oranları, verimlilik oranlarının tobin Q oranının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemektir.

Yapılan araştırmanın birinci bölümünde finansal performansın ve firma değeri ve küreselleşen dünyanın piyasaya verdiği etkiler ile ilgili olarak genel bilgilere yer verilmiş, ikinci bölümde firma performansı tanımı, firma performansını ölçümü, finansal analiz kavramının önemi, finansal analiz türleri ayrıca firma değeri ile ilgili genel bilgiler, firma değerlemesinin önemi, amacı, nedenleri, firma değerini etkileyen faktörler, firma değerini belirleme yöntemi ve konu ile ilgili olarak yapılmış olan literatür araştırmasına yer verilmiş, üçüncü bölümde yaptığımız araştırmada kullanmış olduğumuz materyal ve yöntem ile ilgili olarak bilgi verilmiştir. Dördüncü bölümde araştırmanın bulguları ve çıkan sonuca göre sonuçların açıklamaları yapılmış, sonuç bölümünde araştırmayla ilgili olarak çıkan analiz sonuçlarının ışığında firmalara önerilerde bulunulmuştur.



İKİNCİ BÖLÜM KURAMSAL ÇERÇEVE VE LİTERATÜR ÖZETİ

2.1.FİNANSAL PERFORMANS

2.1.1.Finansal Performansın Tanımları

Finansal performans, kurumsal performansın dar bir kavramıdır. Hedeflere ulaşılmasını ölçmek için finansal göstergelerin kullanımına yoğunlaşmaktadır. Finansal performans, şirketin uyguladığı çeşitli faaliyetlerin ana destekçisi olduğu için şirketlerin performansını yansıtmakta, finansal kaynakların mevcudiyetine katkıda bulunmakta ve şirketteki paydaşların ihtiyaçlarını karşılamaya ve amaçlarına ulaşmalarına yardımcı olmakta, performans alanlarında yatırım fırsatları sunmaktadır (Adams & Buckle 2003:133-143).

Bir ekonomik kurumun finansal performansı, başarısı için belirli bir alanı oluşturmaktadır. Sadece kurumun finansal hedeflerine ulaşması için değil aynı zamanda genel ve stratejik amaçlarına ulaşmasında temel bir yaklaşım olarak kullanılmaktadır. Amaçlara, şirketin bu tanımı gerçekleştirme kabiliyetinin bir yansıması olarak odaklanana geniş bir tanım olmakta, yani finansal performansı kurumun genel hedeflerine bağlamaktadır (Adams & Buckle 2003:133-143).

Kuruluşun finansal performansı, yatırım için uygun fırsatlardan yararlanmak için gerekli finansal kaynakları sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcıların ve hissedarların ihtiyaçlarını karşılamaya ve amaçlarını gerçekleştirmeye yardımcı olmaktadır. Sürekli kullanımı ve uygulamasının bir sonucu olarak finansal performans teriminin birçok tanımına rağmen, hepsinde ekonomik kurumun finansal hedeflerine ulaşma kabiliyetini ve kaynakların optimum kullanımını sağlayan, birleştiren ortak bir paydadan söz edilmektedir(Binti, and Binti, 2010:140-147).

Performans, banka kaynaklarının amaçlarına ulaşmalarına izin verilen formda kullanılma şeklinin bir değerlendirmesi olarak tanımlanmaktadır. Bununla

birlikte, ticari bankalara göre, finansal performans, eğitim başarısını ölçmek, finansal kaynakların sağlanmasına katkıda bulunmak ve bankayı yatırım fırsatlarıyla desteklemek için finansal göstergeleri kullanmaktır. Kuruluşun performansı finansal performansını belirlemektedir. Diğer araştırmacılar açısından, bir işletmenin veya bankanın finansal performansı, işletmenin istediği sonucu elde ettiği ölçüde bilgi sahibi olduğunu göstermektedir(Namisi, 2002: 44).

2.1.2.Finansal Performansın Ölçümü

Finansal performans göstergeleri, bir şirketin hesaplarını aynı sektördeki diğer kuruluşlarla karşılaştırarak, performanslarını değerlendirerek ve finansal pozisyonu belirleyerek analiz etmek ve yorumlamak, orta, uzun ve gizli vadede performans sağlamak ve devlet eksikliklerinden bahsetmek amacıyla tasarlandığı bilinmektedir. Kârlılık, getiri oranları, likidite, finansal risk ve iş riski, finansal performans göstergelerini görmezden gelmeyen kavramsal performans desteğini ortaya koymaktadır (Brigham and Houston, 2001:32).

Kullanılan sermayenin getirisi (ROCE), kârlılığın kilit göstergesi olarak bilinmekte ve net marjinal kâr ve varlık cirosunun ürünü olarak hesaplanmaktadır. Stok yönetimi Just-in-Time (JIT) ve toplam kalite yönetimi (TKY) konseptinde likidite göstergelerinin iyileştirilmesi için alınacak önlemler önerilmektedir. Finansal olmayan performans göstergeleri, insan kaynakları, pazarlama, üretim departmanları tarafından sağlanan bilgileri içermekte ve işletmenin faaliyetlerini muhasebe ilkelerine dâhil etmeden izleme ve kontrol etme rolünü üstlenmektedir. Finansal olmayan performans raporları yöneticilere hızlı bir şekilde sağlanabilmekte, raporların hesaplanması kolay ve yöneticiler tarafından anlaşılması kolay olmaktadır(Brigham and Houston, 2001:32).

Kuruluşun finansal performansının ölçülmesi gerekmektedir, çünkü bu ölçüm kuruluşun günlük faaliyetlerinde likidite pozisyonunu korumasına, sorunsuz çalışmayı sağlamasına ve yükümlülüklerini yerine getirmesine yardımcı olmaktadır. Analist, hissedarlara en azından piyasa değerini korumak için yeterli getiri sağladığından emin olmak için işin gerçekleştirildiği göstergelere ek olarak, firmanın likiditesini ve kârlılığını ölçmeyi amaçlamaktadır. Finansal kayıt tutma ve analizin temel amacı, daha iyi iş kararları vermektir. Ortaya çıkan sorunları tespit etmek ve zamanında düzeltici eylem başlatmak, ayrıca artan kâr için potansiyel fırsatları

belirlemek, finansal analizin belirgin faydalarından bazılarını oluşturmaktadır (Damodaran, 2012:10).

Günümüz ekonomik dünyasında, finansal değerlendirme performansı muhasebe yönetiminde önemli bir rol oynamaktadır. Şirket tarafından hazırlanan finansal değerlendirme raporları, uygun çözümü bulmak için gereken gücü ve zayıflığı bulmaya yardımcı olan finansal performansı analiz etmek için çok önemli bir araç olarak kabul edilmektedir. Finansal raporları analiz etmek için kullanılan en önemli yöntem, zayıflığın doğru ve etkin bir şekilde değerlendirilmesini sağlayan finansal orandır. Herhangi bir yeni bilgi eklemeyiz, ancak daha iyi sonuçlar elde etmek için değişkenler arasındaki ilişkiyi söylemektedir(Budi, and Rachmawati, 2014:41-60).

Maliyetlerdeki, anlaşılmalardaki, faydalardaki ve farklı gerçeklerdeki eğilimler, son birkaç yılın ilgili defter tutma rakamlarının oranları hesaplanarak bulunmaktadır. Oranlar yardımıyla yapılan bu örüntü sınavı, gelecekteki iş tatbikatlarını tahmin etmek ve düzenlemek için değerli olabilmektedir.

1. Bütçe, geçmiş anlayışın temeli üzerine gelecekteki alıştırmaların bir göstergesidir. Defter tutma oranları, planlanan rakamları değerlendirmeye yardımcı olmaktadır. Örneğin, geçmiş anlaşmaların araştırılması yardımı ile anlaşma harcama planı oluşturulabilmektedir.

2. Oran incelemesi, idaredaki yeterlilik seviyesini ve avantajlarının kullanıldığını göstermektedir. Farklı hareket oranları operasyonel etkinliği göstermektedir. Gerçeği söylemek gerekirse, bir firmanın çözülebilirliği, faydalarını kullanarak elde edilen işletme gelirlerine dayanmaktadır.

3. Oranlar, yazışma için zorlayıcı yöntemler olmakta ve işletme endişesinin mal sahiplerine, farklı toplantıların, pozisyonunu ve ilerleyişini eğitimde temel bir rol üstlenmektedir.

4. Oranlar, aynı şekilde, çeşitli bölümlerin sergilerinin kontrolü bir teşebbüsün şubeleri ve ek olarak harcamaların kontrolü için de kullanılabilir.

5. En az iki firmanın uygulamasının karşılaştırılması, etkin ve israf eden firmaları ortaya çıkarmakta, dolayısıyla israfçı firmaların yeterliliklerini arttırmak için makul önlemler almalarını sağlamaktadır. Firma korelasyonları arasında ideal bir yöntem, örgütün geçerli oranlarını ve işin normal oranlarını düşünmektir.

6. Oran incelemesi, likidite pozisyonunu, yani bir firmanın kapasite ödeme yükümlülüğünü incelemektedir. Likidite oranları, firmanın; bankalar, borç verenler ve farklı sağlayıcılar tarafından kredi incelemesinde ödeme yapma ve yardım etme kapasitesini göstermektedir.

Oran Analizindeki Engeller

1. Oranlar parayla ilgili açıklamalarda kaydedilen verilerden hesaplanmaktadır. Parasal ilanlar çeşitli sınırlandırmaların kötü etkilerini yaşamakta ve bu neden orantı araştırmasının doğasını etkileyebilmektedir.

2. Mali ilanlar gerçek veriler vermektedir. Mevcut koşulları yansıtmazlar, daha sonra ne olacağını tahmin etmenin de faydası olmamaktadır.

3. Stokların değerlemesi, değer düşürme vb. ile ilgili farklı defter tutma stratejileri, iki firmanın defter tutma bilgilerini ve defter tutma oranlarını pratik olarak aynı yapmamaktadır.

4. Mükemmel oranlar için ayarlı hiçbir gösterge belirlenmemektedir. Örneğin, mevcut kaynaklar mevcut borçların iki katı ise, cari oranın mükemmel olduğu söylenmektedir. Olması gerektiği gibi, gerektiğinde varlıklarını vermek için finansörleri ile tatmin edici bir hareket tarzı olan endişelerin ortaya çıkması gerekiyorsa, bu sonuç makul olmayabilir, mevcut kaynakların eşdeğer veya marjinal olması durumunda, mevcut borçlardan daha fazla mükemmel olabilmektedir.

Finansal performans analiz için önerilen önlemler dört geniş kategoride gruplandırılmıştır: likidite, ödeme gücü, kârlılık ve finansal verimlilik (Budi, and Rachmawati, 2014:41-60).

2.1.3. Finansal Analiz Kavramı ve Önemi

Finansal analiz, bir işletmenin, alt işletmenin veya projenin uygulanabilirliğinin, istikrarının ve kârlılığının değerlendirilmesini ifade etmektedir. Bilanço kalemleri ile kâr ve zarar hesabı arasındaki ilişkiyi düzgün bir şekilde kurarak firmanın finansal açıdan güçlü ve zayıf yönlerini belirleme süreci olarak da tanımlanabilmektedir. Bir işletmenin finansal durumunu tam olarak anlamak ve işin nasıl en iyi şekilde güçlendirileceğini belirlemek için çeşitli açılardan incelenmesi ve ayrıca bir işletmenin kârlılık ve istikrarından finansal yapı ve likiditesine kadar birçok yönüne bakabilmektedir. İçinde açıklanan maddeler arasındaki ilişkiyi değerlendirmek için Finansal Tabloları tarama sürecidir. Başka bir deyişle, Finansal

Tabloların çeşitli unsurları arasındaki ilişkiyi, onlardan gerekli ve etkili bilgileri elde etmek amacıyla eleştirel bir şekilde inceleyen bir analiz olarak tanımlanmaktadır.

Finansal analiz, işletmelerin, projelerin, bütçelerin ve diğer finansla ilişkili kuruluşların performanslarını ve uygunluklarını belirlemek için değerlendirme süreci işlevini görmektedir. Tipik olarak finansal analiz, bir işletmenin parasal bir yatırım yapmayı garanti edecek kadar istikrarlı, çözücü veya kârlı olup olmadığını analiz etmek için kullanılmaktadır. Belirli bir şirkete bakıldığında, bir finansal analist, gelir tablosu, bilanço ve nakit akış tablosuna odaklanarak finansal analizini yapabilmektedir (Baran, 2001:25).

İş karar verme işlevinde finansal raporların terim analizinin tanımının özü, analizin şirket içerisinde gerçekleşen süreçlerin ve bu süreçte yapılan işlemlerin teşhis, gözlem, inceleme, değerlendirme ve formülasyonundan geçmesi gerektiği anlayışını içermektedir. Bunlar, özetlenerek finansal tablolara kaydedilmektedir. Finansal tabloların analizinin, işletme ilişkisinde öngörülen ilişkiden sapmada ortaya çıkabilecek olası sorunları önlemesi ve gözlemlenen şirketin iş rehberliğini üstlenmesini sağlamaktır.

Analistlerin ilgisine bağlı olarak analizin amaçları tanımlanmaktadır. Sahiplerin ve hissedarların kapsamlı bir analizinden, varlıkların ve kaynakların analizi, kâr dağıtımının analizi ve şirketin kredibilitesine ilgi duyan iş ortakları (alacaklılar ve müşteriler) ve finansörler (bankalar) daha fazla ilgilenmektedir. Kısa vadeli ve uzun vadeli likidite, operasyonlardan kaynaklanan yükümlülüklerin çözülmesinde güvenlik olarak kullanılmaktadır. Tüm karar verme seviyelerindeki yöneticiler, üretim sürecini, tüm çalışanların maaşları dâhil olmak üzere tüm işletme maliyetlerini karşılamak, sahipleri ve hissedarları için kâr elde etmek, planlamak, düzenlemek ve kontrol etmek amacıyla finansal tabloları kullanmaktadır(Singh ve Cabrilo, 2007:27-34)

Kilit iş kararlarının verilmesine dayanan temel bilgi kaynağı, verilen bir şirketin finansal tablolarıdır. Finansal tabloların temel amacı, şirket yönetiminin iş sonuçlarının analizinde ve değerlendirilmesinde yardımcı olabilmektir. Bunun temel nedeni, bu modern organizasyonların çok karmaşık seviyelere ulaşması bilginin, organizasyonların küresel düzeyde bile sorunsuz işleyişi ve yönetiminde hayati bir role sahip olmasından kaynaklanmaktadır.

Farklı sektörlerin ve ekonomi alanlarının dikkate alınmasında kullanılan yatırım, işletme-finansal mikro analizin ana analitik tekniği, sırasıyla işletme sahiplerinin farklı ekonomik faaliyet alanlarında nasıl çalışması ve sonuç alması gerektiğini belirtmelidir. Dâhil edilen kararlar, belirli bir işletmeye para ödeyip vermeme, şirket hisselerine yatırım yapıp yapmama, işletme satın alıp devralma mıdır? Bu tür kararları doğru şekilde almak için, kullanılabilir finansal tablo biçimlerinin ne olduğunu, çeşitli finansal tabloların içeriğinden hangi bilgilerin verildiğini ve bir finansal tabloya ulaşmak için finansal bilgileri analiz etme yöntemini anlamayı gerekli görmektedir. (Osburn, Schneeberger ve Ljutić, 2015:273-274).

Finansal raporlar, işletme defterlerinin düzenli olarak sonuçlandırılması ile şirketin muhasebesinden kaynaklanmaktadır. Mali ve muhasebe raporlama gereklilikleri defter tutma ve bilançoların amaç ve görevlerinden kaynaklanmaktadır.

Finansal raporların analizi geleceğe bakmak ve iş dünyasının hayatta kalması için kritik öneme sahip olan yönlerini vurgulamak için çabalamaktadır ve bu öncelikle işletmenin güvenliği ve etkinliğidir. Finansal açıdan incelendiğinde, yöneticiler için iş analizi, finansal sonucun, finansal koşulların, finansal yapının ve finansal yapıdaki değişikliklerin bir analizini içermesi gerekmektedir. Bu bağlamda, finansal tabloların analizi, finansal tablolardaki verilerin yönetimle ilgili kullanılabilir bilgilere dönüştürüldüğü farklı analitik araç ve teknikleri uygulama süreci olarak tanımlanabilmektedir.

Finansal tabloların analizinin önemi öncelikle işletme yönetimi ve işletme gelişimi açısından göz önünde bulundurulmaktadır. Yönetim sürecinden önce gelmekte veya daha kesin olarak planlama sürecinden önce onu yönetimin ayrılmaz bir parçası yapmaktadır. İyi yönetim için planlama çok önem arz etmektedir, bu finansal yöneticilerin başarısının anahtarı olarak gösterilmektedir. Finansal tabloları analiz etme görevi, kesin olarak düzeltici önlem alabilmek ve rekabet kabiliyetini arttırmak için şirketin zayıf yönlerini tespit etmektir. Şirketin finansal istikrarını sağlamak için, finans yöneticisi gelecekteki finansal şartlarını planlamalı ve planlamasını finansal tabloların analizi ile başlatması gerekmektedir. Finansal tabloların analizi, bu nedenle, yönetim ihtiyaçları için, yani karar vermek için bir bilgi tabanı oluşturmaktadır. Ancak, finansal tabloların analizine yönelik yaklaşımın,

karar alma konularına kısmi bir yaklaşım olduğu, iş kararını almak için önemli unsurlar içerdiği, ancak bütünü içermediği dikkate alınması gerekmektedir. Bu nedenle, finansal tabloların analizi, karar almak amacıyla şirket işini yargılamanın, yani yönetmenin mümkün olması temelinde temel bir girdi olarak bilgi sağlamaktadır (Baran, 2001:31).

Finansal analiz, bir şirketin mevcut ve gelecekteki finansal sağlığı hakkında bilgi edinmek için geçmiş verilerin incelenmesini içeren genel işletme finansı fonksiyonunun bir yönünü ifade etmektedir. Finansal analiz, işletme yöneticilerine kritik kararlar vermek için ihtiyaç duydukları bilgileri almak için çok çeşitli durumlarda uygulanabilmektedir. ”Çok gerçek anlamda, finans iş dilidir”. Hedefler belirlenmekte ve performans finansal terimlerle ölçülmektedir. İnşa edilmiş, sipariş edilen ekipman ve net yatırım getirisi kriterlerine dayanarak yeni projeler üstlenilmiş olup, her durumda finansal analiz gerekmektedir.

Finansal tablo analizi, finansal tablolardaki önemli ilişkiyi vurgulayan bir analiz olarak bilinmektedir. Finansal tablo analizi, işletme firmasının likidite, kârlılık, operasyonel verimlilik ve büyüme potansiyeli açısından geçmiş performansının değerlendirilmesine odaklanmaktadır. Finansal tablolar analizi, geçmiş performansın ve mevcut finansal durumun sonucunun değerlendirilmesinde ve yorumlanmasında, yatırım kararlarında özel ilgi faktörleriyle ilgili olarak kullanılan yöntemi içermektedir. Bu nedenle finansal tablo analizi, geçmiş performansını değerlendirmek ve gelecekteki performansını tahmin etmek ve planlamak için önemli bir araç olarak tanınmaktadır (Baran, 2001:31).

Genellikle finansal analistler aşağıdaki unsurları değerlendirir:

Kârlılık - Hem kısa hem de uzun vadede gelir kazanma ve büyümeyi sürdürme yeteneği olarak bilinmektedir. Bir şirketin kârlılık derecesi, genellikle şirketin faaliyet sonuçlarını raporlayan gelir tablosuna dayanmaktadır.

Ödeme Kolaylığı - Uzun vadede alacaklılara ve diğer üçüncü şahıslara karşı yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğidir. Ayrıca, belirli bir zamanda bir işletmenin finansal durumunu gösteren şirketin bilançosuna da dayanmaktadır.

Likidite - Acil yükümlülükleri yerine getirirken pozitif nakit akışını sürdürme yeteneğidir ve aynı zamanda bir işletmenin belirli bir zamanda finansal durumunu gösteren şirketin bilançosuna da dayanmaktadır.

İstikrar - Firmanın uzun vadede işinde kalabilme kabiliyeti, işinin yürütülmesinde önemli kayıplar yaşamak zorunda kalmaması.

Bir şirketin istikrarını değerlendirmek için gelir tablosu ve bilanço ile diğer finansal ve finansal olmayan göstergelerin kullanılması gerekmektedir.

2.1.4. Finansal Analizin Türleri

2.1.4.1. Finansal Analizden Faydalanacak Kişiler Açısından

Finansal tabloların hazırlanması ve sunulması çerçevesi, yedi kullanıcı sınıfını (yatırımcılar, çalışanlar ve onları temsil eden gruplar, borç verenler ve tedarikçiler, müşteriler, hükümetler ve kurumları ve genel kamuoyunu) içeren farklı finansal tablo kullanıcılarının sınıflandırmasını sunmaktadır.

Bu sınıflandırmada yöneticilerin bulunmamasının nedeni, mali tablolarda yer alan bilgilerle bile, ek yönetim ve finansal bilgilere her zaman erişebilmeleri, planlama, karar verme ve kontrol sorumluluklarıdır.

Ayrıca, yönetim kendi gereksinimlerini karşılamak için bu ek bilgilerin biçimini ve içeriğini belirleme yeteneğini kendisinde bulundurmaktadır.

Dâhili kullanıcılar

Finansal bilgilerin iç kullanıcıları, bir kuruluşun yöneticileri (liderleri) tarafından, yerine getirilmesi gereken sorumlulukların genel özelliklerine göre gruplandırılabilirler şekilde temsil edilir:

-Senior yöneticiler veya üst düzey yöneticiler (başkan, genel müdür veya yönetim kurulu başkanı, başkan yardımcısı, ticari müdür - eğer doğrudan genel müdüre bağlıysa ve başkan yardımcısının konumu yoksa) beceriler, kurumun bir bütün olarak stratejik misyonunu göstermekte; yerleşmiş olan misyon ve hedefler doğrultusunda kararlarını çoğunlukla stratejik ve taktiksel olarak veren, verimli, etkili stratejilerin oluşturulması ve uygulanması;

-Middle yöneticileri (bölüm yöneticisi, üretim müdürü - başkan yardımcısı, daire başkanı, hizmet başkanı - eğer başkan yardımcısı vb. ofis başkanları varsa) ana faaliyetlerinin etkinliğini sağlamak olan uyumlu insan-içi ilişkilerin gelişmesi, kararlarının çoğunlukla güncel ve taktik olması;

-Temel becerileri araç ve yöntemleri kullanan, belirli bilgileri ve yönetim süreçlerini somut bir şekilde uygulayan ilk hat yöneticileri veya süpervizörleri (bölgesel satış müdürü, insan kaynakları müdürü asistanı, proje ekibi başkanı, merkez ofis, süpervizör vb.), kararlar bütünsel olarak mevcut.

Yöneticiler / Yönetim

İşletmeler de, yönetici işletme sahibi ile çakışabilmektedir. Finansal bilgilerin iç kullanıcıları olarak yöneticiler beklemeyecektir ve finansal tablolardaki bilgilerle sınırlı kalmayacaklardır. Sadece şirketin kamu bilgilerine değil, aynı zamanda kurumun iç bilgilerine de anında ve tam erişme yetkileri bulunmaktadır. Bilgi ihtiyaçları, esas olarak, sadece finansal muhasebe temelinde değil, aynı zamanda yönetim muhasebesi temelinde hazırlanan yayınlanmamış beyannamelerle de karşılanmaktadır (Akgüç, 2013:12)

Uzmanlık literatürün de sunulan bazı görüşlere göre, yöneticilerin karar alma rolleri dörttür; girişimciler, rahatsızlık düzenleyiciler, kaynak dağıtıcılar ve müzakereciler. Faaliyetlerinde yöneticilerin, genellikle karmaşık ve çok sayıda çeşitli hedefleri olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu hedefler, organizasyon yapısını değiştirerek veya bazı yeni ürünlerin piyasaya sürülmesi veya mevcut ürünlerin iyileştirilmesi, agresif bir reklam kampanyasına doğru yanıtı niçin bulunarak, organizasyonu faaliyet gösterdiği koşullara en iyi şekilde uyarlamayı ifade edebilir. Bir rakibin, bütçelerini doğru detaylandırması, en az maliyetle gerçekleştirilen kaliteli mal ve hizmeti sunması, kabul edilebilir bir gelir düzeyini korumak, şirket içinde ve şirket çevresinde var olan anlaşmazlıkları çözmek, artan mevcut işlerin sayısı ve çevrenin korunmasıdır (Akgüç, 2013:12).

Rekabetçi bir ekonomik ortamda başarı ve hayatta kalmak için, yönetim iki ana hedefe odaklanmaktadır; kârlılık ve likidite.

Yöneticilerin önemli bir rolü, organizasyonda var olan gerçekliği diğer kullanıcıların ihtiyaç ve beklentileriyle uyumlu hale getirmektir.

Yatırımcılar ve Şirket Sahipleri

Yatırımcılar (hissedarlar, ortaklar), sermaye sağlayıcıları olarak, öncelikli olarak taahhüt ettikleri veya yapmayı amaçladıkları yatırım riski ve ürettikleri veya üretecekleri kârlılık ilgili olması gerekmektedir.

Risk-getiri ilişkisinin daha doğru değerlendirilmesi için, aşağıdaki gibi bilgiler verilmektedir:

İşletmenin finansal kârlılığı (sonuç ile öz sermaye arasındaki oran olarak hesaplanır), hisse başına kazanç (net sonuç ile hisse sayısı arasındaki oran), temettü hisse başına (temettü değeri ile hisse adedi arasındaki oran), fiyat kazanç oranı (hisse döviz kuru ile hisse başına net sonuç arasındaki oran olarak hesaplanır), kâr oranının kapitalizasyonu oranı, küresel yatırım getirisi (hisse başına temettü oranı ile mali yılın başından itibaren döviz kuru arasındaki oran olarak) hesaplanmakta, yatırımcılar için büyük önem taşımaktadır.

Çalışanlar

Çalışanları ve onları temsil eden gruplar, genel olarak, örgütün gelecekteki umutları (istikrar, kârlılık vb.), Emeklilik planlarının iş güvenliği ve geçerliliği, usul ve ücret seviyeleri, mahiyeti ve kapsamı hakkında ilgili bilgilere ihtiyaç duymaktadır. Bu tür bilgiler şirkete katılımlarını, işe olan ilgilerini arttırmalarında yardımcı olabilmektedir.

Bilançoda da yansıtılan gelir tablosu tarafından sunulan bilgilere dayanarak belirlenen kârlılık, ücret artışlarını veya çalışma koşullarının iyileştirilmesini müzakere etmek için hazırlanmasında önemli bir bilgi kaynağı ve ayrıca bir öncül görevi görmektedir. Çalışanlar ve yatırımcılar için, sadece işletmenin genel performansını değil, aynı zamanda yöneticilerin belirli faaliyetlerin genişletilmesi veya sınırlandırılması konusundaki kararlarını doğrulamalarına ve anlamalarına yardımcı olan her bir sektörün performansına ilgi göstermektedir.

Tedarikçiler

Tedarikçiler öncelikle borçlu şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilecekleri önlemleri kontrol etmek, şirketin ödeme yeterliliğini ve ödeme tarihine uygunluğunun değerlendirilmesine olanak sağlayan diğer bilgileri analiz etmekle ilgilenmektedir.

Ayrıca, işlerini sürdürme ihtimalinin ne olduğunu bilmek istemektedirler, ortaklarının gelişim umutlarına özellikle dikkat ederek, faaliyetleri üzerinde olumlu sonuçlar çıkarma kabiliyetine sahip oldukları söylenebilmektedir.

Açıklayıcı notlarda, devam eden endişe ilkesinin uyumu veya ihlali ile ilgili bilgiler bulunmakta ve finansal tablolardaki diğer bilgilere bağlı olarak, birkaç yıldan itibaren, işletmenin ekonomik büyüme şansını takdir etmektedirler.

2.1.4.2.Finansal Analizde Kullanılan Tabloların Türü ve Kapsamı Açısından

Mali tablo analizi genellikle üst yönetime ve yönetim kuruluna bildirilmektedir. Mali Tablo Analizinin bu bilgisi karar alma sürecinde girdi olarak kullanılmaktadır. Mali Tablo Analizi ayrıca, yatırımcılar ve denetleme organları gibi dış taraflarca kuruluşlara içgörü kazandırmak için kullanılmaktadır. Bilanço ve kâr-zarar hesabını analiz etmek için kullanılacak çeşitli Finansal Tablo Analiz yöntemleri ve teknikleri bulunmaktadır.

Belirtildiği gibi, her şirketin oluşturduğu ve izlediği üç ana finansal tablo bulunmaktadır: bilanço, gelir tablosu ve nakit akışı tablosu. Şirketler, bu finansal tabloları işlerinin faaliyetlerini yönetmek ve ayrıca paydaşlarına şeffaflığı bildirmek için kullanmaktadır. Her üç ifade birbirine bağlı olmakta ve bir şirketin etkinlikleri ve performansı hakkında farklı görüşler oluşturduğu söylenmektedir(Akgüç, 2013:13,14).

Bilanço

Bilanço, bir şirketin finansal değerinin defter değeri açısından raporunu ifade etmektedir. Bir şirket varlıkları, yükümlülükleri ve özkaynaklarıyla birlikte 3 bölüme ayrılmaktadır. Nakit ve alacak hesapları gibi kısa vadeli varlıklar, bir şirketin operasyonel verimliliği hakkında çok şey söylemektedir. Borçlar, gider düzenlemelerini ve ödediği borç sermayesini içermektedir. Özkaynaklar, özkaynak

sermaye yatırımları ile ilgili bilgileri ve dönemsel net gelirden birikmiş kârları içermektedir. Bilançoda, özkaynaklara eşit olan aktifler, eksi borçlarla dengelenmektedir. Ortaya çıkan hissedarın özkaynakları bir şirketin defter değeri olarak kabul edilmektedir. Bu değer, bir şirketin finansal faaliyetleriyle birlikte artan veya azalan önemli bir performans ölçütü olarak gösterilmektedir(Akgüç, 2013:15).

Gelir tablosu

Gelir tablosu, bir şirketin, kâr elde etme, net gelir kârı veya zararı sağlamak için işiyle ilgili harcamalara karşı kazandığı geliri parçalamaktadır. Gelir tablosu, işletme verimliliğini üç farklı noktada analiz etmeye yardımcı olan üç bölüme ayrılmıştır. Brüt kârı belirlemek için gelire ve gelire ilişkili doğrudan maliyetlerle başlamaktadır. Ardından, pazarlama maliyetleri, genel maliyetler ve amortisman gibi dolaylı giderleri azaltan işletme kârına geçmektedir. Sonunda faiz ve vergileri düşüren net kârla sona ermektedir.

Gelir tablosunun temel analizi genellikle brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı ve her biri kârı gelire ayıran net kâr marjı hesaplamasını içermektedir. Kâr marjı, işletme maliyetlerinin operasyonların farklı noktalarında düşük veya yüksek olduğunu göstermeye yardımcı olmaktadır (Akgüç, 2013:15).

Nakit Akışı Tablosu

Nakit akışı tablosu, işletme faaliyetlerinden, yatırım faaliyetlerinden ve finansman faaliyetlerinden şirketin nakit akışlarına genel bir bakış sunmaktadır. Net gelir faaliyeti, faaliyetleri için ana kalem olarak dâhil edildiği nakit akış tablosuna taşınmaktadır. Başlığı gibi, yatırım faaliyetleri firma çapında yatırımlarla ilgili nakit akışlarını içermektedir. Finansman faaliyetleri bölümü hem borçtan hem de özkaynak finansmanından nakit akışını içermektedir. Sonuç olarak, bir şirketin ne kadar nakit elde edebileceğini göstermektedir (Akgüç, 2013:15).

Serbest Nakit Akışı ve Diğer Değerleme Tabloları

Şirketler ve analistler ayrıca bir şirketin değerini analiz etmek için serbest nakit akışı tablolarını ve diğer değerlendirme tablolarını kullanmaktadır. Serbest nakit akım tabloları, bir şirketin zaman içinde ürettiği tahmin edilen serbest nakit akışını iskonto ederek net bugünkü değerine ulaşmaktadır. Özel şirketler, halka açık olma yönünde ilerlerken değerlendirme beyanı tutabilmektedir(Akgüç, 2013:15).

2.1.4.3.Finansal Tablolar Analizinin Yapılma Amacı Açısından

Finansal tabloların amacı, bir şirketin finansal durumu (Bilanço), kârlılık (Gelir Tablosu) ve işletme, yatırım ve finansman faaliyetleri (Nakit Akışı Tablosu) ile ilgili bilgileri sağlamaktır.

Finansal tablolar, hissedarlar, yöneticiler, çalışanlar, yatırımcılar, bankalar veya satıcılar gibi potansiyel borç verenler ve bir şirketi analiz etmesi gereken herhangi bir kişi veya kurum tarafından kullanılmaktadır.

Şirket Mali Tabloları

Bilanço, belirli bir zamanda bir şirketin varlıklarının, yükümlülüklerinin ve net değerinin (defter değeri) anlık görüntüsünü göstermektedir (31 Aralık 2017). Bir şahsın veya bir şirketin finansal durumunu analiz etmek için en iyi muhasebe beyanı olarak bilinmektedir.

Gelir Tablosu belirli bir süre boyunca (genellikle üç ayda bir veya yılda bir) işletmenin gelirlerini, giderlerini ve kârlarını (veya zararlarını) sağlamaktadır.

Nakit Akışı Tablosu, bir işletmenin nakit parasının nereden geldiğini ve nereye gideceğini göstermektedir. Bu tablo, nakit akışını konsolide bir tablodaki faaliyetlerden, yatırım ve finansman faaliyetlerinden ayırmaktadır.

Finansal tablolar, geçmişte ne olduğunu belirlemek ve mevcut eğilimleri ölçmek için en iyi yol olarak bilinmektedir.

Şirket Mali Analizi

Hiçbir açıklama, şirketin finansal analizi için yeterli bilgi sağlamamaktadır. Ancak analist, üç finansal tabloyu bir araya getirerek, bir şirketin finansal durumunu, kârlılığını ve işletme yatırım ve finansman faaliyetlerini anlamada gereken bilgi ve donanımı kendisinde bulundurmaktadır.

Gelir tablosundaki kâr veya zarar, bilançodaki varlık ve yükümlülüklerle yansıtılmaktadır. Nakit akışındaki değişiklikler hem bilanço hem de gelir tablosunda ve bunun tersi durumda gösterilmektedir.

Şirket finansal tablolarının amacını ve bu üçünün birbiriyle nasıl ilişkili olduğunu anlamak, şirket finansal analizi için önemli bilgiler sağlamaktadır.

2.1.5.Finansal Analiz Teknikleri

Finansal analiz araçları, bir şirketin performansını ve bu performanstaki eğilimleri değerlendirmede faydalı olabilmektedir. Temelde, bir analist verileri karar vermeye yardımcı olan finansal ölçütlere dönüştürmektedir. Analistler aşağıdaki gibi soruları cevaplamaya çalışmaktadır: Şirket, geçmiş performansına ve rakiplerine göre ne kadar başarılı bir şekilde performans gösterdi? Şirketin gelecekte nasıl bir performans göstermesi bekleniyor? Gelecekteki performansa ilişkin beklentilere dayanarak, bu şirketin değeri veya çıkardığı menkul kıymetler nedir?

Birincil veri kaynağı, bir şirketin finansal tabloları ve dipnotları ve yönetim yorumunu (faaliyet ve mali inceleme veya yönetimin tartışması ve analizi) içeren yıllık bir rapordur. Finansal tablolar, bir şirketin geçmiş performansı (gelir ve nakit akışı) ile mevcut finansal durumu (varlıklar, borçlar ve özkaynaklar) hakkında veri içermesine rağmen, bu tür beyanlar analiz için yararlı olan tüm bilgileri sağlamamaktadır. Ne de gelecekteki sonuçları tahmin edememektedir. Finansal analist, projeksiyonlar yapmak ve geçerli sonuçlara ulaşmak için finansal tabloları diğer bilgilerle birlikte kullanabilmelidir. Buna göre, bir analistin genellikle bir şirketin finansal raporlarında bulunan bilgileri ekonomi, endüstri, karşılaştırılabilir şirketler ve şirketin kendisi de dâhil olmak üzere diğer bilgilerle desteklemesi gerekmektedir (Akdoğan ve Tenker,1998:17).

Bu bölüm, bir şirketin finansal tablolarını analiz etmek için kullanılan çeşitli teknikleri açıklamaktadır. Bir şirketin finansal analizi, hisse senetlerinin değerlendirilmesi, kredi riskinin değerlendirilmesi, bir iktisapla ilgili durum tespiti yapılması veya bir bağlı şirketin performansının değerlendirilmesi gibi çeşitli nedenlerle yapılabilmektedir.

Öz kaynak analizi, değerlendirme veya performans değerlendirmesi için mal sahibinin bakış açısını içermektedir. Kredi analizi, bir alacaklının (bir bankacı veya tahvil gibi) bakış açısını içermektedir. Her iki durumda da, bir karar vermek için bilgi toplama ve analiz etme ihtiyacı bulunmaktadır (mülkiyet veya kredi); Analizin odak noktası, sahiplerin ve alacaklıların farklı ilgileri nedeniyle değişmektedir. Hem özkaynak hem de kredi analizleri, işletmenin kazancı yaratma ve artırma kabiliyetini ve nakit akışını ve bununla ilişkili riskleri değerlendirmektedir. Eşitlik analizi genellikle büyümeye daha fazla önem verirken, kredi analizi genellikle risklere daha

fazla önem vermektedir. Vurgudaki fark, bu tür yatırımların farklı temellerini yansıtır: Bir şirketin özkaynaklarının değeri, genellikle şirketin kazancı ve nakit akışı arttıkça artarken, bir şirketin borcunun değerinin üst sınırı bulunmaktadır(Akdoğan ve Tenker,1998:19).

2.1.5.1.Yatay Analiz

Yatay analiz, geçmiş finansal bilgilerin bir dizi raporlama dönemi boyunca veya bu bilgilerden elde edilen oranlarla karşılaştırılması olarak tanımlanmaktadır. Yatay analiz, finansal tablo analizinde, oranlar veya satır öğeleri gibi geçmiş verileri bir dizi muhasebe dönemi boyunca karşılaştırmak için kullanılmaktadır. Yatay analiz, mutlak karşılaştırmaları veya yüzde karşılaştırmalarını kullanabilmektedir; burada her bir sonraki periyottaki sayılar, başlangıç yılı% 100 olarak listelenirken, başlangıç yılı içindeki miktarın bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir. Bu aynı zamanda baz yıl analizi olarak da bilinmektedir. Braketleme periyodu bilgisine kıyasla herhangi bir sayının alışılmadık derecede yüksek veya düşük olup olmadığını görmek için kullanılmakta, bu farkın nedeninin detaylı bir araştırmasını tetikleyebilmektedir. Ayrıca, çeşitli satır öğelerinin miktarlarını geleceğe yansıtmak için de kullanılabilir. Analiz, genellikle, döneme göre sıralanmış basit bir bilgi grubudur, ancak sonraki her bir periyottaki sayılar, baz yıldaki miktarın yüzdesi olarak ifade edilebilmekte ve bazal miktar% 100 olarak listelenmektedir(Akdoğan ve Tenker,1998:18).

Yatay analizle ilgili yaygın bir sorun, finansal tablolardaki bilgilerin toplanmasının, hesap çizelgesinde devam eden değişiklikler nedeniyle zaman içinde değişmiş olabileceği, böylece gelirler, giderler, varlıklar veya borçlar farklı hesaplar arasında değişebileceği ve bu nedenle ortaya çıkabileceğidir.

Yatay bir analiz yaparken, aynı zamanda tüm finansal tabloların analizini aynı anda yapmakta fayda bulunmaktadır, böylece operasyonel sonuçların bir inceleme dönemi boyunca şirketin finansal durumu üzerindeki etkisi tam olarak görülebilmektedir.

Genel olarak kabul edilen muhasebe ilkeleri (GAAP), finansal tabloların tutarlılığına ve karşılaştırılabilirliğine dayanmaktadır. Tutarlılık, bir şirketin finansal tablolarını belirli bir süre boyunca doğru bir şekilde gözden geçirme yeteneği olarak ifade edilmektedir, çünkü muhasebe yöntemleri ve uygulamaları sabit kalmaktadır.

Karşılaştırılabilirlik, iki veya daha fazla farklı şirketin mali durumunu yan yana gözden geçirme yeteneği olarak ifade edilmektedir. Yatay analiz, bir şirketin doğrudan zaman içindeki tutarlılığının gözden geçirilmesini iyileştirmekle kalmaz, aynı zamanda bir şirketteki büyümenin rakiplerinininkiyle karşılaştırılabilirliğini de arttırmaktadır (Akdoğan ve Tenker,1998:20).

Yatay analiz, yatırımcıların ve analistlerin birkaç yıl boyunca bir şirketin finansal performansını neyin yönlendirdiğini görmelerinin yanı sıra eğilimleri ve mevsimsellik gibi büyüme modellerini tespit etmelerini sağlamaktadır. Analistlerin zaman içinde farklı satır öğelerinde göreceli değişiklikleri değerlendirmelerini ve geleceğe yansıtmasını sağlamaktadır. Zaman içinde gelir tablosuna, bilançoya ve nakit akışı tablosuna bakarak, operasyonel sonuçların tam bir resmini oluşturabilmekte ve bir şirketin performansını neyin yönlendirdiğini ve verimli ve kârlı bir şekilde çalışıp çalışmadığı gösterilmektedir (Akdoğan ve Tenker,1998:22).

Kâr marjları, stok devir hızı ve özkaynak getirisi gibi kritik iş performansı ölçütlerinin analizi, ortaya çıkan sorunları ve güçlü yönleri tespit edebilmektedir. Örneğin, hisse başına kazanç (EPS), satılan malların maliyeti (COGS) düşmekte olduğu veya satışların güçlü bir şekilde artmasından dolayı yükseliyor olabilir. Nakit akış-borç oranı ve faiz kapsama oranı gibi karşılama oranları, bir şirketin borcuna yeterli likidite ile hizmet verip veremeyeceğini ortaya çıkarmaktadır. Yatay analiz, birden fazla şirket arasındaki büyüme oranlarını ve kârlılığı karşılaştırmayı da kolaylaştırmaktadır.

2.1.5.2.Dikey Analiz

Dikey analiz, her satır öğesinin, tablo içindeki temel rakamın yüzdesi olarak listelendiği bir finansal tablo analizi yöntemi olarak gösterilmektedir.

Bu nedenle, bir gelir tablosundaki satır kalemleri brüt satışların yüzdesi olarak belirtilebilmektedir, bir bilançodaki satır kalemleri toplam varlık veya yükümlülüklerin yüzdesi olarak belirtilebilmektedir ve bir nakit akış tablosunun dikey analizi, her bir nakit akışını veya çıkışını toplam nakit girişlerinin yüzdesi olarak göstermektedir.

Dikey analiz, bir şirketin finansal tablolarını bir başkasıyla veya sektörler arasında karşılaştırmayı daha da kolaylaştırmaktadır. Bunun nedeni, hesap

bakiyelerinin nispi oranlarını görebilmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, performans ölçütlerinin iyileştirilip iyileştirilmediğinin bir resmini elde etmek için, üç aylık ve yıllık rakamların birkaç yıl boyunca karşılaştırıldığı zaman serisi analizi için önceki dönemleri karşılaştırmayı kolaylaştırmaktadır (Akdoğan ve Tenker,1998:28).

Örneğin, gelir tablosundaki çeşitli gider satır öğelerini, satışların yüzdesi olarak göstererek, bunların kâr marjlarına nasıl katkıda bulunduğunu ve kârlılığın zaman içinde artıp artmadığını görebilmemizi sağlamaktadır. Böylelikle bir şirketin kârlılığını emsalleriyle karşılaştırmak daha kolay hale gelebilmektedir.

Dikey analizi içeren finansal tablolar, ayrı bir sütunda satır öğesi yüzdelerini açıkça göstermektedir. Ayrıntılı dikey analizler de dâhil olmak üzere bu tür finansal tablolar, aynı zamanda ortak boyutta finansal tablolar olarak da bilinmekte ve bir şirketin finansal durumu hakkında daha fazla ayrıntı sağlamak için birçok şirket tarafından kullanılmaktadır. Ortak boyutlu finansal tablolar, genellikle her bir satır öğesini daha önce bildirilen bir döneme karşılaştıran sütunları içeren karşılaştırmalı finansal tablolar içermektedir.

2.1.5.3.Eğilim Analizi

Eğilim analizi, teknik analizde, yakın zamanda gözlemlenen eğilim verilerine dayanarak gelecekteki hisse senedi fiyat hareketlerini tahmin etmeye çalışan bir tekniktir. Eğilim analizi, geçmişte olanların yatırımcılara gelecekte ne olacağı konusunda bir fikir verdiği fikrine dayanmaktadır. Üç ana eğilim türü vardır; kısa, orta ve uzun vadeli.

Eğilim analizi, bir boğa piyasası koşusu gibi bir eğilimi tahmin etmeye çalışmakta ve bu eğilimi, verinin yükseliş piyasası gibi bir eğilimin tersine çevrildiğini gösterinceye kadar sürdürmektedir. Eğilim analizi faydalıdır, çünkü eğilimlere göre hareket etmek, onlara karşı değil, yatırımcı için kâr sağlayacaktır.

Eğilim, piyasanın belirli bir süre zarfında aldığı genel yön olarak ifade edilmektedir. Eğilimler, sırasıyla yükseliş ve düşüş piyasaları ile ilgili olarak hem yukarı hem aşağı yönde olabilmektedir. Bir yönün eğilim olarak kabul edilmesi için gerekli minimum bir süre gerekmesede, yön ne kadar uzun sürerse, eğilim o kadar kayda değer olmaktadır.

Eğilim analizi, gelecekteki eğilimleri tahmin etmek için mevcut eğilimlere bakmaya çalışmanın bir sürecidir ve karşılaştırmalı bir analiz yöntemi olarak kabul edilmektedir. Bu, belirli bir pazar sektöründeki kazançlar gibi mevcut bir pazar eğiliminin devam edip etmeyeceğini ve bir pazar alanındaki bir eğilimin başka bir eğilimle sonuçlanıp sonuçlanmayacağını belirlemeye çalışmayı içerebilmektedir. Bir analiz çok miktarda veri içerebilse de, sonuçların doğru olacağını garanti yoktur (Akdoğan ve Tenker,1998:28).

Eğilim analizi ve genel olarak teknik ticaretin eleştirilenleri, pazarların verimli olduğunu ve bu nedenle mevcut tüm bilgilerden fiyat aldıklarını savunmaktadır. Bu, tarihin kendisini tekrar etmesi gerekmediği ve geçmişin geleceği öngörmediği anlamına gelmektedir. Örneğin, temel analiz yapımcıları, gelecekteki fiyatı tahmin etmek için finansal tabloları ve ekonomik modelleri kullanarak şirketlerin finansal durumunu analiz etmektedir. Bu tip yatırımcılar için günlük hisse senedi hareketleri, model veya eğilim olarak yorumlanamayan rastgele bir yürüyüşü takip etmektedir.

2.1.5.4.Oran Analizi

Finansal tablolar, yatırımcılara kendi başlarına bilgi sağlamak için genellikle yetersiz olmaktadır; Bu belgelerde yer alan rakamların içeriğe konması gerekmektedir, böylece yatırımcılar şirketin faaliyetlerinin farklı yönlerini daha iyi anlayabilme imkanına sahip olacaktır. Finansal oranlar, finansal tablo hesaplarının veya kategorilerinin matematiksel karşılaştırmasını ifade etmektedir. Mali tablo hesapları arasındaki bu ilişkiler yatırımcıların, alacaklıların ve şirket içi yönetimin bir işletmenin ne kadar iyi performans gösterdiğini ve iyileştirilmesi gereken alanları anlamalarına yardımcı olmaktadır (Akgüç, 2013:41).

Finansal tablo analizi, raporlanan finansal bilgilerin analizi yoluyla bir firmanın risk ve kârlılığını anlama süreci olarak bilinmektedir. Oran analizi, kredi riskini değerlendirmek ve fiyatlandırmak ve temel şirket değerlemesi yapmak için bir temeli ifade etmektedir. Bir finansal oran veya muhasebe oranı, bir şirketin finansal tablolarından elde edilmekte ve bu finansal tablolardan alınan seçilmiş sayısal değerlerin göreceli büyüklüğünü gösteren bir hesaplama olarak bilinmektedir. Oran analizi, bir yatırımcının bu anlayışı elde etmek için kullanabileceği üç yöntemden bir tanesini ifade etmektedir.

Oran analizi, finansal tablolarında yer alan bilgileri karşılaştırarak şirketin likiditesini, operasyonel verimliliğini ve kârlılığını kavramada nicel bir yöntem olarak bilinmektedir. Oran analizi, temel analizin temel taşı olarak görülmektedir. Dışarıdaki analistler şirketleri değerlendirmek için çeşitli oranlar kullanırken, içerdekiler şirket hakkında daha ayrıntılı operasyonel verilere eriştikleri için onlara daha az güvenmektedir (Akgüç, 2013:41).

Yatırımcılar ve analistler temel veya kantitatif analiz hakkında konuştuğunda, genellikle oran analizinden söz etmektedirler. Oran analizi, bir şirketin performansının ve mali sağlığının, mevcut ve tarihi finansal tablolardaki verileri kullanarak değerlendirilmesini içermektedir.

İfadelerden elde edilen veriler, şirketin iyileşip gelişmediğini veya kötüleşip bozulmadığını değerlendirmek, bir şirketin finansal durumunu sektör ortalamasıyla karşılaştırmak veya bir şirketi bir veya daha fazla şirketle karşılaştırmak için kullanılmaktadır.

Oran analizi, bir şirketin sonuçları için çok sayıda finansal raporlama dönemi boyunca eğilim çizgisi oluşturmak için kullanılabilir. Bu zaman içerisinde yalnızca bir noktayı temsil eden belirli bir orana bakıldığında ortaya çıkmayacak olan şirket değişikliklerini vurgulayabilmektedir. Bir şirketi, emsallerine veya sektör ortalamalarına göre karşılaştırmak, oran analizi için başka bir faydalı uygulama şeklidir. Belirli bir sektördeki rakipler için bir oran hesaplamak ve şirketler arasında karşılaştırma yapmak hem olumlu hem de olumsuz bilgileri ortaya çıkarabilmektedir (Akgüç, 2013:42).

Aynı sektördeki şirketler genellikle benzer sermaye yapılarına ve sabit kıymet yatırımlarına sahip olduklarından, oranlarının büyük ölçüde aynı olması gerekmektedir. Farklı oranlı sonuçlar, bir firmanın potansiyel bir sorunu olduğu ve rekabeti iyi performans göstermediği anlamına gelebilmektedir, ancak aynı zamanda belirli bir şirketin kâr elde etmede emsallerine göre çok daha iyi olduğu anlamına da gelebilmektedir.

Oran analizi, bir şirketin finansal durumunda veya performansında olası gelişme veya bozulma konusunda erken uyarı sağlayabilmektedir. Analistler, bu tür

ipuçları için bir şirketin üç aylık mali raporlarında finansal verilerin yoğun şekilde çoğaltılmasını sağlamaktadır.

Başarılı şirketler genellikle tüm alanlarda sağlam oranlara sahiptir ve bir alandaki herhangi bir zayıflık hissesi stokların önemli ölçüde azalmasına neden olabilmektedir.

Çoğu yatırımcı, özellikle hesaplanması ve yorumlanması nispeten kolay olan birkaç anahtar orana aşınadır. Çok sayıda finansal oran olsa da, sundukları analiz türüne göre beş ana gruba ayırmak mümkündür.

2.1.5.4.1.Likidite Oranları

Likidite oranları, işin kısa vadeli borçluluğunu, yani firmanın mevcut yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ölçmek için hesaplanmaktadır. Bunlar, bilançodaki mevcut varlık ve cari borç tutarlarına bakılarak analiz edilmektedir. Likidite, varlıkların nakde aktarılmasındaki hızı ifade etmekte, likidite oranları öncelikle nakit akışlarına odaklanmaktadır, bir şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçmek için bir göstergedir(Robinson ve diğerleri, 2015:33).

Likidite oranları, bir borçlunun dış borçlanmadan mevcut borç yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini belirlemek için kullanılan önemli bir finansal ölçüm sınıfın da bulunmaktadır. Likidite oranları, bir şirketin borç yükümlülüklerini ödeme kabiliyetini ve emniyet payını cari oran, hızlı oran ve işletme nakit akışı oranı gibi metriklerin hesaplanması yoluyla ölçmektedir. Mevcut borçlar, acil durumlarda kısa vadeli borçların kapsamını değerlendirmek için likit varlıklarla ilgili olarak analiz edilmektedir.

Likidite, varlıkları hızlı ve ucuz bir şekilde nakde çevirme yeteneğini ifade etmektedir. Likidite oranları karşılaştırmalı biçimde kullanıldığı takdirde en faydalısı olarak görülmektedir. Bu analiz dâhili veya harici olabilmektedir. Alternatif olarak, dış analiz, bir şirketin likidite oranlarının diğerine veya tüm bir sektöre karşılaştırılmasını içermektedir. Bu bilgiler, kıyaslama hedefleri belirlerken, şirketin rakipleriyle ilgili stratejik konumunu karşılaştırmak için kullanışlı olmaktadır. Likidite oranı analizi, çeşitli işletmeler için farklı finansman yapıları gerektirdiğinden, sektörlerle bakarken etkili olamayabilir. Likidite oranı analizi, farklı

coğrafi konumlardaki farklı büyüklükteki işletmelerin karşılaştırılmasında daha az etkili olmaktadır (Akgüç, 2013:44).

2.1.5.4.1.1.Cari oran

Şirketin, cari varlıkların cari borçlara oranını temsil eden kısa vadeli borçlar ve kısa vadeli borçlar gibi kısa vadeli borçlarını ödeme kabiliyetinin ölçümünü ifade etmektedir. Bu oranın büyüklüğü şirketin yüksek likiditesini ifade etmekte, dolayısıyla kısa vadeli yükümlülükleri karşılama kapasitesi daha büyük olmaktadır. Buna karşılık, (1) altındaki orandaki düşüş, likidite açığını ve kısa vadeli borçlarla finanse edilen sabit kıymetlerin bir kısmını ifade etmektedir. Likidite açığı şirketin enerjisinde bir düşüşe yol açsa da, kârlılığı etkileyebilmektedir. Oran (1), mevcut varlıkların cari borçlara eşit olduğu anlamına gelmektedir (Robinson vd., 2015:34).

$$\text{Cari Oran} = \text{Cari varlıklar} / \text{Cari borçlar}$$

2.1.5.4.1.2.Likidite oranı

Bu oran sadece mevcut varlıkların mevcut yükümlülüklerle olan en fazla likitini içermektedir. Bu oranın değerindeki artış, şirketin likiditesini ifade etmektedir. Bu oran, peşin ödenmiş giderleri ve mevcut varlıklardan elde edilen envanteri nakit paraya dönüştürmenin zor olduğunu hariç tutmaktadır. Asit Testi veya Hızlı Oran, bir şirketin mevcut nakit yükümlülüklerini hemen söndürmek veya emekli etmek için yakın nakit veya hızlı varlıklarını kullanma yeteneğini ölçmektedir. Hızlı varlıklar, büyük olasılıkla, defter değerlerine yakın bir hızla nakde çevrilebilecek varlıkları ifade etmektedir(Sinha, 2012:25).

Asit test oranının formülü;

$$\text{Asit test oran} = (\text{Cari varlıklar-stoklar})/\text{Cari borçlar şeklinde tanımlanmıştır.}$$

2.1.5.4.1.3.Nakit oranı

Nakit oranı, bir şirketin nakit ve kısa vadeli menkul kıymetleri gibi çok likit cari varlıkların cari yükümlülüklerine oranını ifade etmektedir. Nakit oranı en muhafazakâr likidite oranıdır, çünkü yalnızca nakde yakın cari varlıkları almakta ve bunları mevcut borçlarla karşılandırmaktadır. Bu oran en çok kriz durumundaki şirketler için geçerli olmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri kolayca bulunabildiğinden ve kısa vadeli pazarlanabilir menkul kıymetler çok kısa sürede kolayca nakde

çevrilebildiğinden, nakit oranı bir şirketin en kötü senaryoda likidite pozisyonunu değerlendirmektedir; alacaklar ve stoklar ve çok likit varlıklardaki cari borçları ödemek zorunda olduğunu göstermektedir (Sinha, 2012:25).

$$\text{Nakit Oranı} = (\text{Nakit} + \text{Menkul Değerler}) / \text{Cari Borçlar}$$

2.1.5.4.2. Borçluluk Oranları

Kaldıraç oranları, sermaye ve borç sahipleri tarafından sağlanan göreceli fon miktarını ölçmektedir. Odak noktası, firmanın uzun vadeli borçluluğu üzerinedir. Genel olarak, özsermaye finansmanına kıyasla borç finansmanı miktarı arttıkça, firma ne kadar kaldıraçlı olursa ve sahibinin karşılaştığı risk de o kadar büyük olmaktadır. (Neden daha büyük risklerle karşılaşıyorlar?) Öte yandan, daha yüksek kaldıraç genellikle beklenen yüksek getiri ile ilişkili olmaktadır (Mohamed, 2015: 80).

Finansal yapı oranı, bir işletmenin borç yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ölçmek için kullanılan ve genellikle işletme kredisi verenler tarafından kullanılan önemli bir ölçüm olarak bilinmektedir. Finansal yapı oranı, bir şirketin nakit akışının kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli olup olmadığını göstermektedir.

Finansal yapı oranı, bir şirketin vergi sonrası net işletme gelirini toplam borç yükümlülüklerine bölerek hesaplanmaktadır. Vergi sonrası net gelir, amortisman ve itfa payı gibi gayri nakdi giderlerin net gelirine dahil edilmesiyle elde edilmektedir.

Finansal yapı oranı, bir şirketin çözücü olarak kalıp kalmayacağını belirlemek için kullanılan birçok ölçümden biri olarak bilinmektedir. Diğer borç ödeme oranları borçtan özkaynağa, toplam borçtan toplam varlığa ve faiz karşılama oranlarını içermektedir (Akdoğan, Tenker, 1998:55)

Borçlanma oranı, şirketin ayakta kalma kapasitesini değerlendirmek için amortisman ve diğer gayri nakdi giderler eklenerek, net gelir yerine, bir firmanın fiili nakit akışını ölçtüğü için kapsamlı bir finansal yapı ölçümü olarak kullanılmaktadır. Bu nakit akış kapasitesini sadece kısa vadeli borçlardan ziyade tüm borçlara ilişkin olarak ölçmektedir. Bu şekilde finansal yapı oranı, bir şirketin uzun vadeli sağlığını,

uzun vadeli borcu için geri ödeme kabiliyetini ve bu borca olan faizi değerlendirerek değerlendirmektedir.

Genel bir kural olarak,% 20'den daha yüksek bir finansal yapı oranının finansal olarak sağlam olduğu kabul edilmektedir; Bununla birlikte, finansal yapı oranları sektörden sanayiye değişmektedir. Bu nedenle, bir şirketin finansal yapı oranı, tecrit edilmek yerine aynı sektördeki rakipleriyle karşılaştırılmalıdır.

Finansal yapı oranı terminolojisi, sigorta şirketlerinde de sermayesinin büyüklüğünü yazılı primlerle karşılaştırmalı olarak kullanmakta ve bir sigortacının karşılayamadığı taleplerin karşı karşıya kaldığı riski ölçmektedir (Akdoğan ve Tenker,1998:56)

2.1.5.4.2.1. Özsermaye oranı

Öz sermaye oranı, şirket varlıklarının ne kadarının öz sermaye payları ile finanse edildiğini göstermektedir. Oran sonucu ne kadar düşük olursa, bir şirketin varlıkları ödemek için o kadar fazla borç kullanması gerekmektedir. Ayrıca şirket genelinde tasfiye halinde ne kadar hissedar alacağını da gösterir. Yüzde olarak ifade edilen oran, toplam sermayelerin firmanın toplam varlıklarına bölünmesiyle hesaplanmakta ve hissedarların üzerinde kalan hak talep ettiği varlığın miktarını temsil etmektedir. (Mohamed, 2015: 80).

$$\text{Özsermaye oranı} = \text{Özsermaye} / \text{Aktifler}$$

2.1.5.4.2.2. Borç Oranı

Borç Oranı, bir şirketin borç yoluyla sağlanan varlıklarının yüzdesini gösteren bir finansal oranı ifade etmektedir. Toplam borcun (uzun vadeli borçların) ve toplam varlıkların (cari varlıkların, sabit varlıkların ve 'şerefiye' gibi diğer varlıkların toplamı) oranıdır. Toplam borçların toplam varlıklara veya borç / varlık oranına bölünmesi, bir şirketin borç yoluyla finanse edilen varlıklarının oranını göstermektedir. Oran 0,5'ten az ise, şirketin varlıklarının çoğu özsermaye yoluyla finanse edilmektedir. Oran 0,5'ten büyükse, şirketin varlıklarının çoğu borçla finanse edilmektedir. Borç / varlık oranlarının yüksek olduğu şirketlerin yüksek kaldıraça sahip oldukları söylenmektedir. Oran ne kadar yüksek olursa, şirketin çalışması ile o kadar yüksek risk olacaktır. Ek olarak, yüksek borç / varlık oranı, bir firmanın düşük borçlanma kapasitesini gösterebilmektedir ve bu da firmanın finansal esnekliğini

azaltacaktır. Tüm finansal oranlar gibi, bir şirketin borç oranı da sektör ortalamaları veya diğer rakip firmalarla karşılaştırılması gerekmektedir (Mohamed, 2015: 81).

$$\text{Borç Oranı} = \text{Toplam Borç} / \text{Toplam Aktifler Oranı}$$

2.1.5.4.2.3.Kısa Vade Borç Oranı

Kısa vadeli borç oranı, bir şirketin ödenmemiş kısa vadeli yükümlülükleri üzerinden ödeme yapabilme olasılığını göstermektedir. Bu bağlamda, kısa vadeli borçlar, gelecek 12 aylık dönemde ödenecek tüm borç ödemelerinin (kesin ve geçici) toplamından ziyade, başlangıç tarihinden itibaren bir yıldan daha kısa bir süre içinde geri ödeme süresi olan borçları içermektedir (Hutchinson, 2010:40).

$$\text{Kısa Vade Borç Oranı} = \text{Kısa Vade Borçlar} / \text{Aktifler}$$

2.1.5.4.2.4.Finansman Giderler / Net Satış Oranı

Finansman oranı, bir şirketin toplam finansman gideri ile net satışları karşılaştırarak bir şirketin yönetiminin etkinliğini göstermektedir. Finansman oranı, bir şirketin yönetiminin gelir veya satış yaratırken finansman maliyetlerini düşük tutmada ne kadar verimli olduğunu göstermektedir. Oran ne kadar küçükse, şirket o kadar verimli olmakta ve toplam finansman giderlerine karşı gelir elde etmektedir (Hutchinson, 2010:40).

$$\text{Finansman oranı} = \text{Finansman Giderler} / \text{Net Satış}$$

2.1.5.4.3.Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, zaman içerisinde belirli bir noktadan gelen verileri kullanarak bir işletmenin gelirin, işletme maliyetlerine, bilanço varlıklarına ve öz sermayelere göre kazanç üretme kabiliyetini değerlendirmek için kullanılan bir finansal ölçümler sınıfı oluşturmaktadır. Kârlılık oranlarının çoğu için, bir rakibin oranına göre veya önceki bir döneme göre aynı orana göre daha yüksek bir değere sahip olmak, şirketin iyi durumda olduğunu göstermektedir. Oranlar, bir şirketi bir başka şirketle, benzer şirketlerle, şirketin kendi geçmişiyle veya bir bütün olarak sektörün ortalama oranları ile karşılaştırmak için kullanıldığında en iyi şekilde bilgilendirmeyi ve yararı sağlamaktadır (Nissim, & Penman, 2001:33).

Kârlılık oranları, bir işletmenin zaman içindeki belirli bir noktadan gelen verileri kullanarak gelirin, işletme maliyetlerine, bilanço varlıklarına ve

özkaynaklara göre kazanç üretme kabiliyetini değerlendirmek için kullanılan bir finansal ölçümler sınıfı olmaktadır.

Örneğin, brüt kâr marjı, en sık kullanılan oranlarından bir tanesidir. Bazı endüstriler, perakende sektörü gibi faaliyetlerinde mevsimsellik yaşamaktadır. Perakendeciler genellikle yılsonu tatil sezonunda daha yüksek gelir ve kazanç elde etmektedir. Bir perakendecinin dördüncü çeyrek brüt kâr marjını ilk çeyrek brüt kâr marjı ile karşılaştırmak faydalı olmamakta, çünkü doğrudan karşılaştırılabilir bilgi vermemektedir. Bir perakendecinin dördüncü çeyrek kâr marjını dördüncü çeyrek kâr marjı ile bir önceki yılın aynı dönemine göre karşılaştırmak daha bilgilendirici olacaktır.

2.1.5.4.3.1. Aktif Kârlılık

Genellikle toplam aktiflerin getirisi olarak adlandırılan aktif kârlılık oranı, bir dönemde net varlıkların ortalama toplam aktiflerle karşılaştırılarak toplam aktiflerin ürettiği net geliri ölçen kârlılık oranını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, varlıkların kârlılığı oranı veya ROA, bir şirketin varlıklarını bir dönemde kâr elde etmek için ne kadar verimli şekilde yönetebileceğini ölçmektedir. Şirket varlıklarının tek amacı gelir elde etmek ve kâr elde etmek olduğundan, bu oran hem yönetime hem de yatırımcılara şirketin varlıklara yaptığı yatırımları kârlara ne kadar iyi dönüştürebildiğini görmesinde yardımcı olmaktadır. ROA'ya şirket için yatırım getirisi olarak bakılmaktadır, çünkü sermaye varlıkları çoğu şirket için en büyük yatırım ifade etmekte. Bu durumda, şirket sermaye varlıklarına para yatırdıktan sonra geri dönüşü kâr olarak değerlendirmektedir (Nissim, & Penman, 2001:35).

$$\text{Aktif Karlılık} = \text{Net Gelir} / \text{Toplam Aktiflerin Ortalaması}$$

2.1.5.4.3.2. Brüt Kâr Marjı Oranı

Brüt kâr marjı, bir şirketin finansal sağlık ve iş modelini, satılan malların maliyetinden düşüldükten sonra satışlardan kalan para miktarını ortaya çıkararak değerlendirmek için kullanılan bir ölçüm tekniğidir. Brüt kâr marjı genellikle satışların yüzdesi olarak ifade edilmektedir ve brüt marj oranı olarak adlandırılabilir (Mohamed, 2015: 81).

$$\text{Brüt Kâr Marjı Oranı} = (\text{Net satış} - \text{satılan malın maliyeti}) / \text{Net Satış}$$

2.1.5.4.3.Özsermaye Kârlılık Oranı

Özsermaye kârlılığı (ROE), net gelirin özsermayelere bölünmesiyle hesaplanan bir finansal performans ölçüsü aracı olarak bilinmektedir. Öz sermayeler bir şirketin varlıklarının eksi borcuna eşit olması nedeniyle, ROE net varlıkların getirisi olarak düşünülmektedir. ROE, yönetimin bir şirketin varlıklarını kâr elde etmek için ne kadar etkili kullandığının bir ölçütü olarak kabul edilmektedir (Mohamed, 2015: 81).

$$\text{Özsermaye Karlılık} = \text{Net Gelir} / \text{Toplam Özsermaye Ortalaması}$$

2.1.5.4.4.Verimlilik Oranları

İşletmenin satışları ile varlık grupları arasındaki ilişki incelenmektedir. Diğer adı etkinlik oranlarıdır. Faaliyet analizi olarak da bilinmektedir.

2.1.5.4.4.1.Dönen Varlık Devir Hızı

Cari Varlık Devir Hızı - Firmanın cari varlıkları (nakit, stok, alacak hesapları, vb.) Üzerinden satış üretme kabiliyetini ölçen bir faaliyet oranı olarak bilinmektedir. Firmanın net satışlarını ortalama cari varlıklarına bölerek hesaplanabilmektedir ve işletmenin mevcut varlıklarının yaptığı dönüş sayısını göstermektedir.

Değerler işletmeler ve endüstriler arasında değişebilir ve normatif değer yoktur. Bununla birlikte, rakiplere kıyasla daha yüksek cari varlık devir hızı, mevcut varlık kullanımının yüksek bir yoğunluğunu göstermektedir. Bu oranın artma eğilimi iyi bir işaret olarak görülmekte, çünkü bu, şirketin envanter, alacak hesapları, nakit ve diğer cari varlıklar yönetimi politikalarının tutarlı bir şekilde iyileştirilmesi üzerinde çalıştığı anlamına gelmektedir. Nitekim cari varlık devir hızının artması, şirketin operasyonlarının bakımı için gereken finansal kaynak miktarının azalmasına yol açmaktadır. Bu, finansal kaynakların büyük bölümünün mevcut operasyonların yoğunlaştırılması veya yatırım yapılması için kullanılabileceği anlamına gelmektedir. Mevcut varlıklar cirosunun azalması, firmanın artan finansman kaynakları ihtiyacına işaret etmektedir. Finansman kaynaklarına erişimin sınırlı olması, bu şirketin mali giderlerinin artmasına neden olacaktır (Nissim, & Penman, 2001:36).

$$\text{Dönen Varlık Devir Hızı} = \text{Net Satış} / \text{Dönen Varlık Ortalaması}$$

2.1.5.4.4.2. Alacak Devir Hızı

Alacak hesapları devir oranı, bir şirketin müşterilerin borçlarını veya alacaklarını tahsil etmedeki etkinliğini ölçmek için kullanılan bir muhasebe önlemi olarak bilinmektedir. Oran, bir şirketin müşterilere verdiği krediyi ne kadar iyi kullandığını ve yönettiğini ve bu kısa vadeli borcun ne kadar çabuk tahsil edildiğini veya ödendiğini göstermektedir. Alacak devir hızı oranı, aynı zamanda alacak ciro oranı olarak da adlandırılmaktadır (Nissim, & Penman, 2001:37).

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \text{Net Kredi Satışları} / \text{Alacak Ortalama Hesapları}$$

2.1.5.4.4.3. Stok Devir Hızı

Stok devir hızı, bir şirketin belirli bir süre içinde stoklarını kaç kez sattığını ve değiştirdiğini gösteren bir oran olarak bilinmektedir. Bir şirket daha sonra, eldeki malları satmak için gereken günleri hesaplamak için dönem içindeki günleri stok devir formülü ile bölebilmektedir. Envanter cirosunu hesaplamak, işletmelerin fiyatlandırma, üretim, pazarlama ve yeni envanter satın alma konusunda daha iyi kararlar almalarına yardımcı olabilmektedir (Nissim, & Penman, 2001:38).

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Net Satış} / \text{Ortalama Envanter}$$

2.1.6. Finansal Kontrol

Mali kontrol şimdi herhangi bir şirketin finansmanının önemli bir parçası haline gelmiş bulunmaktadır. Bu nedenle, finansal kontrolün anlamını, amaçlarını ve yararlarını ve doğru bir şekilde uygulanması gerekiyorsa atılması gereken adımları anlamak çok önem arz etmektedir.

Finansal kontrol, bir şirketin kısa, orta ve uzun vadeli hedefleri ve iş planları ile karşılaştırıldığında farklı zamanlarda farklı açılardan ele alınan gerçek sonuçların analizi olarak yorumlanabilmektedir. Bu analizler, iş planlarının izlenmesini ve anormallikler, usulsüzlükler veya öngörülemez değişiklikler olması durumunda değiştirilebilmelerini sağlamak için kontrol ve ayarlama süreçlerini gerektirmektedir.

2.1.6.1. Du-pont Kontrol Sistemi

Du-Pont analizi (Du-Pont kimliği veya Du-Pont modeli olarak da bilinir), Du-Pont Corporation tarafından popüler hale getirilen temel performansı analiz etmek için bir çerçeve görevi görmektedir. Du-Pont analizi farklı özkaynak kârlılığını (ROE) ayırmak için kullanılan kullanışlı bir tekniktir. ROE'nin

ayrıştırılması, yatırımcıların güçlü ve zayıf yönlerini belirlemek için bireysel olarak finansal performansın kilit ölçütlerine odaklanmalarına olanak sağlamaktadır.

Özkaynak kârlılığını (ROE) yönlendiren üç ana finansal ölçüm bulunmaktadır; işletme verimliliği, varlık kullanım etkinliği ve finansal kaldıraç. Faaliyet verimliliği, net kâr marjı veya net satışın, toplam satış ya da gelire bölünmesiyle gösterilmektedir. Varlık kullanım etkinliği, varlık devir oranı ile ölçülmektedir. Kaldıraç, ortalama özkaynağa bölünen ortalama varlıklara eşit olan özkaynak çarpanı ile ölçülmektedir.

Bir şirketin hisse senedi getirisi (ROE) bileşen parçalarını değerlendirmek için bir Du-Pont analizi kullanılması gerekmektedir. Bu, yatırımcıların ROE' de ki değişikliklere en fazla hangi finansal faaliyetlerin katkıda bulunduğunu belirlemesini sağlamaktadır. Bir yatırımcı, benzer iki firmanın operasyonel verimliliğini karşılaştırmak için böyle analizler kullanabilmektedir. Yöneticiler, ele alınması gereken güçlü veya zayıf yönleri belirlemek için Du-Pont analizini kullanabilmektedir (Akdoğan ve Tenker,1998:45)

2.1.6.2.Tobin-Q Oranı

Tobin'in Q oranı, bir şirketin piyasa değerini, varlıklarının yenileme maliyetine bölünmesiyle eşittir. Dolayısıyla, denge, piyasa değerinin yenileme maliyetine eşit olduğu zamanı göstermektedir.

Tobin'in Q oranı, Nobel'in Yale Üniversitesi'nden James Tobin'in, Nobel'in ekonomi alanında hak kazandığı ve borsadaki tüm şirketlerin toplam piyasa değerlerinin yerine koyma maliyetlerine eşit olması gerektiğini öne süren bir bildiri niteliği taşımaktadır. Tobin genellikle yaratıcısı olarak nitelendirilirken, bu oran ilk olarak 1966'da ekonomist Nicholas Kaldor tarafından akademik bir yayında önerilmiştir. Daha önceki metinlerde, oran bazen "Kaldor's v." Olarak adlandırılmaktadır.

Tobin-Q oranı=Firmanın Toplam Piyasa Değeri/Firma Toplam Varlık Değeri

2.2.FİRMA DEĞERİ

2.2.1.Firma Değer Kavramı

Yirminci yüzyılın son çeyreğinde yıldızı parlayan, sermayenin uluslararasılaşmasını sağlayan, ekonomik kalkınmayı destekleyen, rekabet ortamında yeni girişim ve girişimcileri ortaya çıkaran küreselleşme süreci, firma değeri kavramını da içine almış ve firmaların kendilerini girişimciler ağı olarak tanıtmalarına ve firma değerini maksimize etmeyi amaçlamalarına neden olmuştur (Arkan, 2010: 23). Firma değeri kavramı en basit anlamda, firmanın sahip olduğu varlık ve kaynakların cari değerinin tespit edilme süreci olarak tanımlanmaktadır.

Diğer bir tanımda ise firma değeri, tam bilgiye sahip alıcı ve satıcıların herhangi bir baskı ve zorlama olmadan takdir ettikleri alış ve satış bedeli olarak tanımlanmaktadır. Firma değerlendirme kavramı ise firmanın makul ve uygun alış ve satış bedelinin belirlenmesidir (Yıldız, 2006: 46).

Firmanın değeri tahmin edilirken ise, firma üzerinde yapılan çeşitli analizlerden veya indirgenmiş nakit akımlarından yararlanılmaktadır(Gilson vd., 1998: 6).

2.2.1.1.Firma Değerlemesinin Önemi

Yatırımcılar yatırım kararları alırken, firma değerini bir bütün olarak inceleme ihtiyacı duymaktadır. Çünkü firmayla ilgili bilançolar, gelir tabloları vb. çeşitli mali tablolar firmanın piyasadaki durumunu tam olarak göstermede yetersiz kalabilmektedir. Firmanın finansal tablolarında görünmeyen pek çok kalem firmanın kazancını ve piyasadaki pozisyonunu belirleyebilmektedir. Firma değerinin önemi bu noktada ortaya çıkmaktadır.

Firmalar küçük ya da büyük hangi ölçekte veya hangi sektörde olursa olsun varlıklarının değerini ve piyasadaki gerçek durumunu öğrenmek isteyeceklerdir.

Firma değerinin doğru bir Őekilde belirlenmesi, firmaya yatırım yapmayı dūŐünen potansiyel yatırımcılar kadar, firmanın hissedarları ve firmaya kredi veren finans kuruluşları açısından da önemlidir.

2.2.1.2.Firma Değerlemesinin Nedenleri

Firma değerini belirlemeye neden olan gereksinimler arasında, işletmenin geleceğini planlamak istemesi, Şirket birleŐmeleri veya Şirket alım-satımları, işletmeye yeni bir ortak alınması ya da mevcut ortaklardan birinin ayrılması, işletmenin hisse senetlerinin bir kısmının veya tamamının satıŐa çıkarılması, işletmeye ait bilgileri içeren kiŐisel bir finansal tablo hazırlama isteği, ortaklıktan ayrılma, varlıkların paylaŐılması işletmenin, gayrimenkul ve veraset vergilerinin ödenmesi sayılmaktadır (Brown, 2011: 4).Bu nedenler aŐaęıda açıklanmaktadır.

Őirketin finansal yapısının yeniden dūzenlenmesi; Finansal durumu ktūye giden firmalar mali sıkıntılarını karŐılamak için, bir takım varlıklarını satıŐa sunmaları gerekebilir. Böyle durumlarda firmanın değerinin yeniden belirlenmesine ve ortaya konmasına ihtiyaç duyulur.

Őirket birleŐmeleri; İki veya daha fazla firmanın būyűmek amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuki açıdan bir araya getirerek iŐbirlięi yapmalarıdır. Firmalar tek tek faaliyette bulunmak yerine bir araya gelerek sinerji etkisiyle daha verimli olacaklarını dūŐünmektedir Artan rekabet koŐulları da firmaları stratejik ortaklıklara yönlendirmektedir BirleŐme kararı alan firmaların da deęerlerinin tespitine ihtiyaç vardır.

Őirket alım ve satımları; Őirket alım satımları firmaların daha fazla būyűmek istemesi, rekabet koŐullarına ayak uydurabilmesi, fonları verimli bir Őekilde kullanabilmesi gibi çeŐitli sebeplerden dolayı yapılmaktadır. Őirket alım satımlarında firma değerinin belirlenmesi firmanın piyasadaki durumunu görmek açısından önemlidir.

Şirketin kredi değerliliğinin tespiti; Firmalar zaman zaman ihtiyaç duydukları kaynakları sağlayabilmek için finans kuruluşlarından fon sağlayabilmektedir. Söz konusu finans kuruluşları yani firmanın kreditorleri firmanın kaynak gereksinimini karŐılamadan önce firmanın kredi değerliliğini belirlemektedir.

Özelleştirme; Kamu mallarının özel sektöre devredilmesi olarak tanımlanan özelleştirme faaliyetlerinde de değerlemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

2.2.1.3.Firma Değerlemenin Amacı

Şirket değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerini doğru bir şekilde tespit edebilmektir.

Firma değerlemesini gerektiren durumlar aşağıdaki gibidir(Bozsık, 2005: 10):

- Şirketin devri durumunda,
 - Satıcı, firması için en yüksek fiyatı isteyecektir,
 - Alıcı, ise en düşük fiyatı vermek isteyecektir bu durumda firmanın piyasa değeri üzerinden işlem yapmak en doğrusudur.
- Tasfiye ve dönüşüm durumunda,
- Gelecekle ilgili stratejik plan yapılması gerektiğinde,
- Şirketin satışı, devredilmesi veya birleştirilmesi gibi şirketle ilgili hayati kararların alınması durumunda.

2.2.1.4.Firma Değerleme Faaliyeti İle İlgilenen Kişi ve Kurumlar

Firma değerlemesi ile ilgilenen kişi ve kurumlar 4'e ayrılmaktadır (Chambers, 2005: 17):

- *Firma ortakları*: Firma ortakları, yatırım yaptıkları firmanın sürekli ve yüksek getiriler sağlaması hedefleyerek yatırım yapmaya karar vermektelerdir. Uzun vadede yüksek getiriye sağlayan firmalar piyasadaki değeri yüksek olan firmalardır.

- *Kreditörler*: Firmaya kredi sağlayan finans kuruluşları kredilerinin geri ödenmemesi durumuyla karşı karşıya kalmamak için piyasa değeri yüksek olan firmalarla çalışmak istemektedir.

- *Devlet*: Firma değerlemesinde zaman zaman ortaya çıkan anlaşmazlıkların çözümlenmesinde mahkeme kararına ihtiyaç duyulmaktadır. Mahkemeler tarafından atanan bilirkişilerin, değer tespit sonucunda değer ile taraflar arasında anlaşma sağlaması amaçlanmaktadır.

- *Firma değerlemesi yapan uzmanlar*: Firma değerlemesi, yoğun dikkat isteyen ve belirli bir bilgi birikimi gerektiren bir alandır.

Dolayısıyla tarafsız ve konuyla ilgili uzman kişiler tarafından yapılması gerekmektedir. Hatalı hazırlanan bir değerlendirme raporu firma ortaklarının yanlış kararlar vermesine yol açabileceği gibi, firmanın piyasadaki imajını da etkileyecektir.

2.2.2.Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Bir firmanın değerini belirleyen sadece tek bir faktör değildir. Firmayı etkileyen içsel ve dışsal pek çok faktör bulunmaktadır. Ayrı ayrı bu faktörler ve aynı zamanda bu faktörlerin birbirleriyle ilişkisi firma değerinin belirlenmesinde etkili olmaktadır.

2.2.2.1.Tahmin Dönemi

Firma değerinin hesaplanmasında nakit akımlarının gelecekte kaç yıl süreyle tahmin edileceğinin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Nakit akımlarının tahmin süresi belirlenirken firmanın hayat eğrisinin neresinde olduğu ve firmanın dengeye ulaştığı olgunlaşma yıl belirlenir. Olgunlaşma yılına kadar geçecek süre tahmin dönemi olarak alınabilir. Ancak bu sürenin değerlendirme hatasına yol açacak kadar uzun olmaması gerekir.

Bazı görüşlere göre de tahmin döneminin uzunluğu önemli olmasına rağmen firma değerini etkilememekte sadece tahmin dönemi ve bunu izleyen yıllar arasındaki firma değerinin dağılımını etkilemektedir. Nakit akımlarının tahmin süresi genelde sektörün özellikleri de göz önünde bulundurularak 5 yıldan az olmamaktadır (Chambers; 2005: 99).

Tahmin dönemiyle ilgili kesin olarak bir süre söylemek mümkün olmamakla birlikte 5 yıldan az olmaması kaydı ile firmanın elde edeceği sermaye getirisinin sermaye maliyetinin üzerinde olacağı döneme kadar tahmin yapılması öngörülmektedir.

2.2.2.2.Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri, firmanın finansal kararlar verirken dikkatle göz önüne aldığı kavramlardan biridir. Çünkü paranın bugünkü değeriyle gelecekteki değeri farklıdır. Her zaman için bugünkü 1 TL yarın ki 1 TL'den daha değerlidir. Paranın zaman değeri enflasyondan bağımsızdır ve enflasyon sıfır olsa dahi paranın zaman değeri olacaktır.

Paranın zaman değeri iki açıdan incelenmektedir. Bunlardan birincisi paranın gelecekteki değeri, diğeri de paranın bugünkü değeridir.

Paranın gelecekteki değeri: Bugün yapılan yatırım ve harcamalar ile bugün sağlanan nakit girişinin gelecekte sahip olacağı değeri ifade etmektedir. Şirketlerde para giriş çıkışlarının farklı dönemlerde gerçekleşmesi ortaya karışık bir durumun çıkmasına sebep olmuştur. Bu karışıklığın giderilmesi için gelecekte gerçekleşecek olan giriş çıkışlar bugüne indirgenmektedir. Paranın gelecek değeri anapara ile faiz toplamı üzerinden hesaplanmaktadır.

Paranın bugünkü değeri: Gelecekte gerçekleşecek ödemelerin veya elde edilecek getirilerin belli bir faiz veya iskonto oranı üzerinden bugün alacağı değeri ifade etmektedir. Özellikle geleceğe dönük yatırım kararlarının alınmasında bugünkü değer önemli bir husustur.

2.2.2.3.Artık Değer

Artık değer, bir varlığın satın alma maliyetinden birikmiş amortismanlarının çıkarılması sonucu elde edilen değerdir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15).

Firma değeri hesaplanırken firmanın ömrünün sonsuz olduğu kabul edilmektedir. Ancak firmanın serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün değildir. Bu sebepten dolayı nakit akımları belli bir döneme kadar tahmin edilmekte, belli bir dönemden sonra ise genellikle sabit kabul edilerek hesaplamaya dâhil edilmektedir.

2.2.2.4.Şerefiye

Bir firmanın iyi bir kurulu yerinin olması, iyi üne sahip bulunması ile alıcılarında güven ve emniyet yaratması sonucu, rakip firmalardan daha fazla kâr elde etmesini sağlayan değere şerefiye denmektedir.

Şerefiye, maliyet değeri ile muhasebeleştirilir. Bazı durumlarda ticaret unvanının da şerefiye kapsamına girdiği görülmektedir. Şerefiyenin, muhasebe kuramına ve ülkemizde cari olan vergi mevzuatına göre, muhasebeleştirilmesi için bedelinin ödenmiş olması gerekmektedir (Yalkın, 1998: 234).

Muhasebede şerefiye hesabı ise, bir firma devralınırken katlanılan maliyet ile söz konusu firmanın rayiç bedelle hesaplanan net varlıklarının (öz varlık) değeri

arasındaki olumlu farkların izlenmesinde kullanılmaktadır. Şerefiye değeri hesaplanırken rayiç bedelin tespit edilememesi halinde ise net defter değeri esas alınmaktadır.

Devralınan firmanın varlık ve borçlarının farkından oluşan net varlıklarının emsal değeri ile satın alan firmanın ödediği satış bedeli arasındaki farktan oluşan şerefiye için Vergi Usul Kanunu, şerefiye yerine, “peştemallık” kelimesini kullanmaktadır (Akdoğan ve Sevilengül, 1999: 268).

2.2.2.5.Firmanın Sermaye Bileşimi

Bir firmanın faaliyetlerinin devamı için gerekli fonların sağlandığı iki tür finansman kaynağı bulunmaktadır. Bunlar yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardır. Yabancı kaynak ve öz kaynak arasında uygun bir bileşimin sağlanması firma için büyük önem taşımaktadır.

Borç ve öz kaynak arasındaki dengenin ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu düzeyde sağlandığı ve bu düzeyde optimal sermaye yapısına ulaşıldığı kabul edilmektedir. Alınan borçların faizlerinin firmaya vergi avantaj sağlaması öz sermaye ile finansmana göre borçla finansman cazip hale getirirken firmanın fon ihtiyacının tamamını borçlanarak sağlaması da firmanın ödeme güçlüğü çekmesine yol açıp firmayı iflasa kadar sürükleyebilmektedir. Bu nedenle firmalar sermaye yapılarını oluştururken finansal kazançlarını arttıracak, vergileri en aza indirecek ya da iflas riskini azaltacak sermaye bileşimini bulmaya çalışmalıdırlar (Chambers; 2005: 124).

Optimal sermaye bileşimini bulmaya yönelik çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan;

Net Gelir Yaklaşımına göre, borç ve öz sermaye maliyetleri firmanın borçlanma düzeyinden bağımsız olarak sabittirler. Buna karşılık borçlanma oranının artmasıyla birlikte ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve firmanın toplam değeri artmaktadır. Sonuç olarak hisse senetlerinin piyasa değeri yükselmektedir. Ancak bu durum vergi oranının sıfır olduğu bir ortam için geçerli olmaktadır(Bolak, 2000: 251).

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre, ortalama sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti sabit kalmakta buna karşın borçlanma oranının artmasıyla öz

sermayenin getirisi de artmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti sabit varsayıldığından, borçlanma oranının firma değerini etkilemeyeceği kabul edilmektedir (Bolak, 2000: 252).

Geleneksel Yaklaşımına göre, belli bir borçlanma düzeyinden sonra hem borçlanma maliyeti hem de öz sermaye maliyeti hızla artmakta ve bu durum ortalama sermaye maliyetinin yükselip toplam firma değerinin düşmesine neden olmaktadır. Bu görüşe göre, ortalama sermaye maliyetini minimum yapan optimal bir borç-öz sermaye bileşimi bulunmaktadır ve firmalar uzun dönemde bu bileşimi gerçekleştirmeye ve korumaya çalışmaktadırlar (Bolak, 2000: 253).

Günümüz firmalarının amacı olan hissedar değerinin maksimum kılınması amacının gerçekleştirilmesine yönelik firmanın toplam değerinin maksimum ve ortalama sermaye maliyetinin de minimum olduğu optimal sermaye yapısının belirlenmesi firma değerinin yükselmesine katkı sağlayacaktır.

2.2.2.6.Kâr Dağıtım Politikası

Bir firmanın belli bir dönem boyunca elde ettiği kâr yatırımcılara yani hisse sahiplerine dağıtması ya da firmada alıkoyması arasında yapacağı tercihi belirlemesini sağlayan politika kâr dağıtım politikası olarak adlandırılmaktadır. Belli bir dönem boyunca elde edilen kârın temettü olarak hisse sahiplerine dağıtılması yatırımcılar tarafından arzu edilen bir durum ifade etmektedir. Ne kadar fazla temettü dağıtılsa hisse senedinin fiyatı o kadar fazla yükselecektir. Bu da firmanın değerini o ölçüde arttıracaktır. Ancak kârın tamamının temettü olarak dağıtılması da pek istenen bir durum değildir. Çünkü bu durumda da firma gelecek için yapacağı yatırımlardan fedakârlıkta bulunacaktır. Belki de şu anda alınan temettü ile gelecekte elde edilebilecek daha fazla kazançtan vazgeçilmiş olunacaktır. Buda firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir.

Firmalar açısından bu iki durum arasında her zaman aynı optimum seçeneğin kullanılması mümkün olmamaktadır. İzlenecek politikanın firma değerini artırıcı yönde olması çeşitli koşullara bağlıdır. Bu koşullar (Ataman ve Kibar, 1999: 85):

- Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve mali artlar, özellikle vergi kanunlarındaki teşvik ve engellemeler,
- Firmaların içinde buldukları endüstri iş kolunun gerçekleri,

- Hisse senetlerine yapılacak yatırımların cazibesinin sadece temettüye bağlı olup olmaması,
- Tam anlamıyla bir sermaye piyasasının kurulmuş ve işlemekte olmasıdır.

2.2.2.7.Nakit Akımlar

Nakit akımları, firma değeri belirlenirken dikkate alınması gereken önemli değişkenlerden birini ifade etmektedir. Nakit akımları işletmenin nakit ve nakit benzeri yaratma yeteneğinin değerlendirilmesi, kullanıcıların gelecekteki nakit akışının ölçülmesi, diğer işletmelerle kıyaslama yapılabilmesi ve farklı işletmelerin performans raporlamalarının karşılaştırılması açısından önem arz etmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 360).

Bir firmamın nakit akımları, belirli bir faaliyet dönemi içinde işletmede meydana gelen nakit akımlarını işletmenin genel faaliyetleri yatırım ve finansman faaliyetleri şeklinde ayırarak göstermektedir. Bir şirketin faaliyet, yatırım ve finansmanına ilişkin nakit akımları aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Chambers, 2005: 151).

- Faaliyetten doğan nakit akımları
 - Ürün satışı ve hizmet sunumundan elde edilen nakit,
 - Satıcılara ve çalışanlara yapılan ödeme,
 - Vergi ödemeleri,
 - Faiz ödemeleri,
 - Faaliyetlerden doğan diğer ödemeler.
- Yatırım faaliyetlerine ilişkin nakit akımları
 - Arazi, fabrika, makine ve donanım yatırımları nedeniyle yapılan nakit çıkışları,
 - Yeni iş alanları bulmak için yapılan nakit ödemeler,
 - Yeni iştirakler için yapılan ödemeler.
- Finansman faaliyetlerine ilişkin nakit akımları
 - Yeni borç alımından sağlanan nakit,
 - Ayrıcalıklı hisse senetlerinden sağlanan nakit,
 - Çıkarılan hisse senetlerinden sağlanan nakit,
 - Nakit ödenen kâr payları.

2.2.2.8.Firmanın Finansal Yapısı

Firma açısından finansal yapı sahip olduğu aktifler, yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşmaktadır. Dolayısıyla firmanın aktiflerinin yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan sağlanma derecesi bize firmanın finansal yapısını göstermektedir. Finansal yapı hakkında bilgi elde edilmesi için de finansal analize ihtiyaç duyulmaktadır.

Finansal analiz firma faaliyetlerinin etkinliğinin ve başarı derecesinin ölçülmesinde, firmanın hedeflerine ulaşip ulaşamadığının belirlenmesinde, hedefe ulaşamamışsa bunun nedenlerinin araştırılmasında, uzun süreli planlar hazırlanmasında, firmanın üretim ve fiyat politikasının belirlenmesinde, firmanın varlığını tehlikeye düşürmeden yükümlülüklerini yerine getirip getiremediğinin belirlenmesinde, faaliyetlerin denetiminde ve firmayla ilgili doğru kararlar alınmasında büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998: 19).

Yapılan finansal analizle, bilanço, gelir tablosu, fon ve nakit akımı tablolarından elde edilen verilerle firmanın geçmişteki ve şimdiki durumu hakkında yani firmanın satışları, kârları, varlıkların kullanma gücü, likiditesi ve sermaye yapısı ile ilgili bilgi edinilmektedir ve geleceğe dair planlar yapılarak kararlar alınmaktadır.

Firmaların değerlendirilmesinde kullanılan en eski finansal analiz tekniklerinden biri oranlardır. Oran, finansal tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasındaki basit matematiksel bir ilişkiyi göstermektedir. Bilanço ve gelir tablosundaki çeşitli hesapları birbirine bölerek, çok sayıda oran elde edilebilir ancak; önemli olan anlamlı ve gerekli olan oranlar hesaplamaktır (Ceylan, 2001: 37).

Finansal analizde kullanılan oranlar çeşitli amaçlarına göre dört grupta toplamak mümkündür. Bunlar; likidite oranları, mali yapı veya kaldıraç oranları, faaliyet oranları ve kârlılık oranlarıdır (Ceylan, 2001: 39).

Bu oranlardan likidite oranları, firmanın kısa süreli borçların karşılama derecesini ölçmekte ve bu da firmanın dönen varlıklarıyla sağlanmaktadır. Likidite oranlar firmanın dönen varlıklarıyla kısa süreli borçların ödeyebilme gücünü göstermektedir. Cari oran, likit oran ve nakit oran olarak sınıflandırılabilir (Bolak, 2000: 30).

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Süreli Borçlar}$$

$$\text{Likit Oran} = (\text{Dönen Varlıklar Stoklar}) / \text{Kısa Süreli Borçlar}$$

$$\text{Nakit Oran} = (\text{Kasa+Banka+Serbest Menkul Değerler}) / \text{Kısa Süreli Borçlar}$$

Tüm bu likidite oranlar işletme sermayesi hakkında dolayısıyla firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, likidite riskini azaltması, mali yönden sıkıntıya düşmemesi ve kredi değerliliğini artırması açısından önem taşımaktadır. Net işletme sermayesi ise dönen varlıklarla kısa süreli yabancı kaynaklar arasındaki farkı göstermektedir. Bu sermaye türü de bir firmanın borç ödeme gücünü belirten önemli göstergelerden biridir. Firma açısından büyük anlam ifade eden net işletme sermayesinin yeterliliği de tutarından daha çok cari oranla ölçülmektedir. Oran ne kadar yüksekse borç ödeme gücü de o kadar fazladır. Ancak oranın aşırı yüksek olması da kaynakların etkin bir şekilde kullanılmadığını göstermektedir (Akgüç, 1995: 255-256).

Mali yapı oranları da, firmanın ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borçla finansmanın firma için ne kadar yararlı olduğunu ölçmeye yaramaktadır. Bu oranlar, firmaların faaliyetleri sonucu zarar etmeleri, aktiflerinin değerinin düşmesi veya gelecek yıllarda tahmin edilen tutarda fon yaratamamaları durumunda, uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyecekleri konusunda önemli ipuçları vermektedir (Ceylan, 2001: 46). Belli başlı kaldıraç oranları da şunlardır:

$$\text{Kaldıraç Oran} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Aktifler}$$

$$\text{Toplam Borç} / \text{Öz sermaye} = \text{Kaldıraç Oran} / (1 - \text{Kaldıraç Oran})$$

$$\text{Öz sermaye} / \text{Toplam Varlık} = 1 - \text{Kaldıraç Oran}$$

Faaliyet oranlar da bir firmanın çeşitli varlıkların hangi etkinlikle kullandığını ölçmeye yönelik oranlardır. Genellikle firmanın satışlarının çeşitli varlık kalemlerine bölünmesiyle elde edilmektedirler. Başlıca faaliyet oranlar da şu şekildedir (Bolak, 2000: 37).

$$\text{Alacak Devir Hız} = \text{Satışlar} / \text{Alacaklar}$$

$$\text{Stok Devir Hız} = \text{Satılan Malın Maliyeti} / \text{Stoklar}$$

$$\text{Maddi Duran Varlık Devir Hız} = \text{Satılar} / \text{Maddi Duran Varlıklar}$$

$$\text{Öz sermaye Devir Hız} = \text{Satışlar} / \text{Öz sermaye}$$

Son olarak da; firmanın kârlılığı hakkında bilgi edinilmesini sağlayan kârlılık oranları, firmanın bir dönem içerisinde satışlarına, varlıklarına veya öz sermayesine oranla ne ölçüde kâr elde ettiğinin göstermektedir. Bu oranlar da şu şekilde belirtilebilir (Bolak, 2000: 40-41):

$$\text{Satışların kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Net Satışlar}$$

$$\text{Öz sermaye kârlılığı} = \text{Net kâr} / \text{Öz sermaye}$$

$$\text{Toplam Varlık Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Toplam Varlık}$$

Firmanın bilanço ve gelir tablosundan elde edilen verilerle oluşturulan tüm bu oranlar yardımıyla da firmanın finansal yapısı hakkında bilgi edinilmektedir. Bu oranlar yardımıyla özellikle finans yöneticilerinin aldığı kararlar sonucunda firmanın kârlılığı, büyüklüğü, satışlar ve riskliliği etkilenmektedir. Sayılan tüm bu faktörler de firmanın değerine olumlu ya da olumsuz etkide bulunmaktadır.

2.2.2.9. Firmanın Ar-Ge Giderlerinin Düzeyi

Yeni ekonomi kapsamında bilgi yaratmayı amaçlayan firmaların en önemli yatırım unsuru Ar-Ge olarak gösterilmektedir. Firmanın Ar-Ge'ye verdiği önem de Ar-Ge giderleriyle ölçülmektedir. Ar-Ge firmalar açısından bilginin somut ürünlere dönüşümünü sağlayan bir süreç ve entelektüel sermaye unsurudur. Ar-Ge yatırımları, firma açısından geri dönüş sağlamaları bakımından incelendiğinde bir belirsizlik söz konusu olmaktadır. Firmaya getiri sağlayıp sağlayamayacakları önceden kestirilemediğinden riskli yatırım unsuru olarak ifade edilmektedir (Emrem, 2004: 10).

- Columbia Üniversitesi profesörlerinden Frank Lichtenberg fiziksel sermayeye yani yeni fabrika ve donanıma yapılan harcamanın yatırım getirisiyle Ar-Ge harcamasının getirisini karşılaştırmıştır. Araştırmanın sonucuna göre Ar-Ge için harcanan her doların yeni makinelere harcanan her dolara oranla sekiz kat daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Yeni bir makine eski işin daha iyi yapılmasını sağlarken Ar-Ge ise yenilik getirerek yeni ürün ve hizmetler yaratılmasını sağlamaktadır (Stewart, 1997: 26).

Özellikle bilgisayar ve yazılım firmaları gibi bilgi üreten firmaların piyasa değerlerinin oluşmasında önemli yer tutan Ar-Ge, bu alanda doğru stratejik kararların alınmasıyla hem firmalara rekabetçi avantaj sağlamaktadır hem de oluşturduğu yeni ürün ve hizmetlerle değer yaratılmasına katkı sağlayarak firmanın değerini yükseltmektedir.

2.2.2.10. Firmanın Yönetim Yapısı

Maddi ve finansal kaynaklar firmaların başarısında uzun vadede etkisini yitirmektedir. Firmanın uzun vadede rakiplerinden öne geçmek ve etkin olabilmek için yönetim yapısını istikrarlı bir şekilde belirlemeli, yeni bilgi yaratabilmeli ve yarattığı bilgiyi organizasyonun tüm aşamalarına uygulayabilmelidir. Firma değerinin artabilmesi için yönetim yapısının bu doğrultuda şekillenmesi gerekmektedir (Kutukız ve Tunçbilek, 2007: 23).

2.2.3. Firma Değerini Belirleme Yöntemleri

Firma değerini belirlemeye yönelik literatür de pek çok yöntem mevcuttur. Bu yöntemlerden bir kısmı firmanın fiyat katsayılarını dikkate alırken bir kısmı da firmanın varlığı ve faaliyetiyle ilgili bilgileri dikkate almaktadır. Özellikle son yıllarda sıklıkla üzerinde çalışılan “modern yaklaşımlar” denilen yöntemlerde varlığa dayalı yönetim anlayışından hareketle ortaya çıkmıştır. Burada öncelikle geleneksel yöntemler, daha sonra ise modern yöntemler ele alınacaktır.

2.2.3.1. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri

Fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yöntemlerinde; genel olarak değerlendirme yapılacak firmaya uygun katsayılar seçilerek firma değerini hesaplamak esas olmaktadır.

Fiyat katsayıları ile değerlemede takip edilmesi gereken aşamalar aşağıdaki gibidir (Ercan ve Üreten, 2000: 123).

- Karşılaştırılabilir Firmaların Seçilmesi: Analiz edilecek firmanın değeri tespit edilirken diğer firmaların katsayıları kullanılacağı için mümkün olduğu kadar firmaya benzer firmalar tespit etmek gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, birbirine benzeyen firmalardan biri çok uç değerlere sahipse, sonuç grubu temsil etmeyecektir. Bu sebeple karşılaştırılabilir firmaların seçiminde dengeli bir şekilde firma seçimi yapılması gerekmektedir.

- Kullanılacak Katsayının Seçilmesi: Kullanılacak katsayılar seçilirken değerlendirmede sık kullanılan satışlar, net kâr, defter değeri gibi büyüklük ölçüleri kullanılacağı gibi zaman zaman sektöre özgü, daha doğru sonuçlar veren özel katsayılar da kullanılmaktadır. Değerlendirmeye esas olan ölçü ne kadar yukarıdan seçilirse, muhasebe uygulama farklılıklarından o kadar az etkilenecektir.
- Sektördeki Benzer Firmaların Ortalamasının Bulunması: Yatırımcıların sektördeki benzer firmaların hisse senetlerini satın almak için ödedikleri fiyat, bu firmaların hisse başına düşen satışları, brüt kârı, net kârı, F/K katsayıları gibi unsurlarla karşılaştırılarak bulunan ortalama değerleri, analiz edilen firmanın fiyatını tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır.
- Değerlendirilen Firmanın Performansının Tespit Edilmesi: Fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yöntemlerinin firmanın gelecekteki değerini tespit etmede yararlı olabilmeleri için, verilerin doğru ve uygun bir şekilde seçilmesi gerekmektedir. Karşılaştırılabilir firmalardan bulunan ortalama katsayı, fiyatı belirlenmek istenen firmanın tahmin edilen performansına uygulanarak fiyat tespit edilmektedir. Burada değerlemede kullanılan kriterin büyüklüğünün doğru tespit edilmesi gerekmektedir.
- Firmanın Değerinin Tespit Edilmesi: Son aşamada bulunan karşılaştırılabilir firmaların ortalama katsayısını, tahmin edilen firmaların performansına uygulayarak firmanın tahmini değeri tespit edilmektedir. Farklı katsayılarla bulunan firma değerleri aynı olmadığı durumlarda, bu farklılıkların sebebini bulmak için uygulamaya bazı analizlerin de dâhil edilmesi gerekebilmektedir.

2.2.3.1.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin, şirketin hisse senetlerinin defter değerine oranlanmasıyla bulunmaktadır.

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

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

Genellikle bu oranın 1'in üzerinde olması beklenir, 1'in altına düşmesi firmanın değerini kaybettiği anlamına gelmektedir (Chambers, 2005: 196).

PD/DD oranı yöntemi firmaların varlıklarını optimum şekilde kullanacaklarını varsaymaktadır. Ancak tüm firmalar varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamakta ve her birinin kendine özgü nitelikleri bulunmaktadır. Bu hesaplamanın zayıf yönü, firmalar arasındaki bu farklılığı dikkate almaması noktasında ortaya çıkmaktadır (Ercan ve Üreten, 2000: 128).

2.2.3.1.2.Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat / Kazanç oranı, piyasa analistleri ve yatırımcılar için firmanın 1 TL'lik vergi sonrası hisse başına kârına karşın, piyasadaki değerinin ne olması gerektiğini ifade etmektedir.

F/K oranının pek çok farklı türevi olabilmektedir. Bunlar fiyat ve kazanç kavramlarının ifade ettikleri kavrama göre değişiklik göstermektedir.

F/K oranında, fiyat kavramı genellikle firmanın cari fiyatını ifade etmektedir. Ancak bazı durumlarda yıllık ortalama fiyatı da ifade edebilmektedir.

Kazanç kavramı ise; (Damodaran, 2006: 1).

- Son mali yıldaki hisse başına kârı,
- Gelecek yıl için tahmin edilen hisse başına kârı,
- İleri bir tarih için tahmin edilen hisse başına kârı ifade edebilmektedir.

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

$F / K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Dönem Kârı}$

2.2.3.1.3.Fiyat / Nakit Akım Oranı

Fiyat /Kazanç oranı yönteminde firma değeri, firmanın cari dönemdeki fiyatıyla firma kazancı arasındaki ilişkiye bakılarak hesaplanırken, Fiyat /Nakit Akım oranı yönteminde hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile firmanın nakit akımları ilişkilendirilmektedir.

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}}$$

2.2.3.1.4.Fiyat / Satışlar Oranı

Fiyat/Satış oranı, bir hisse senedinin bugünkü değerinin, 12 ay boyunca elde edilen satış gelirlerine bölünmesiyle bulunmaktadır. Hisse senedi fiyatının firmanın

aynı sektörde bulunduğu firmalara göre göreceli olarak değerlendirilmesine olanak tanımaktadır.

$$\text{Fiyat/Satış} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Net Satış}}$$

2.2.3.2. Varlığa Dayalı Değerleme Yöntemleri

Varlığa dayalı değerlendirme yöntemleri, faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri olmayan ama varlık değeri olan firmaların değerlemesinde kullanılan yöntemler olarak bilinmektedir (İstanbul YMM Odası Raporu, 2008: 16). Varlığa dayalı değerlendirme yöntemleri aşağıdaki şekildedir:

2.2.3.2.1. Net aktif değeri yöntemi

Net aktif değeri yöntemi, firmaya ait varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle hesaplanmaktadır (Kilislioğlu, 2008: 2). Net aktif değeri, şirketin tasfiye halinde hesaplanan değerini yani minimum değerini ortaya koymaktadır. Tasfiyenin söz konusu olmadığı durumlarda, şirketin bütün olarak değeri tek tek parçaların değerinden yüksek olabilir ki bu durum net aktif değeri kullanılırken dikkate alınması gereken hususlardan birini ifade etmektedir (TSPAKB, 2008: 116).

2.2.3.2.2. Defter değeri

İşletmenin sahip olduğu varlığın şirketin bilançosunda kayıtlı olan değerini ifade etmektedir. Varlıklar tarihi maliyetleriyle kayıtlı oldukları için, özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde defter değeri doğru sonuçlar vermemektedir.

2.2.3.2.3 Tasfiye değeri

Tasfiye değeri, işletmenin sahip olduğu tüm varlıklarını nakde çevirmesi sonucunda elde edilen tutardan, işletmenin borçları çıkarıldıktan sonra bulunan net değerinin, toplam hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Tasfiye değeri hesaplanırken, şirketteki maddi duran varlıkların değer artışı, entelektüel sermaye gibi hususların göz önüne alınması gerekmektedir.

2.2.3.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, paranın zaman değerini dikkate alan bir yaklaşımdır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde şirket değeri, şirketin gelecekte

yaratacağı nakit akımlarının belirli bir indirgeme oranı ile değerlendirme tarihi esas alınarak bugünkü değere indirgenmesiyle bulunmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanabilmesi için şirket, değerlendirme tarihi itibarıyla en az 5 yıllık süreyi kapsayan pazar öngörülerini yapması gerekmekte, gelir, gider ve yapacağı yatırımlarla ilgili tahminlerini hazırlaması gerekmektedir (Okur, 2001: 7).

Nakit akımlarının tahmininde şirketin geçmiş yıllarının verilerinden yararlanılmaktadır. Ancak Türkiye gibi ekonomik açıdan istikrarsız olan ülkelerde, geçmiş yılların verilerine güven sorunu ortaya çıkmakta ve yapılan değerlendirmeler doğruluktan uzaklaşmaktadır. Bu tür sorunların ortaya çıkmaması için analiz inceleme süresinin 5 yılı aşmaması gerekmektedir.

İndirgenmiş nakit akış analiziyle değerlemede işlem basamakları tabloda gösterildiği şekildedir (Serin, 2004: 5):

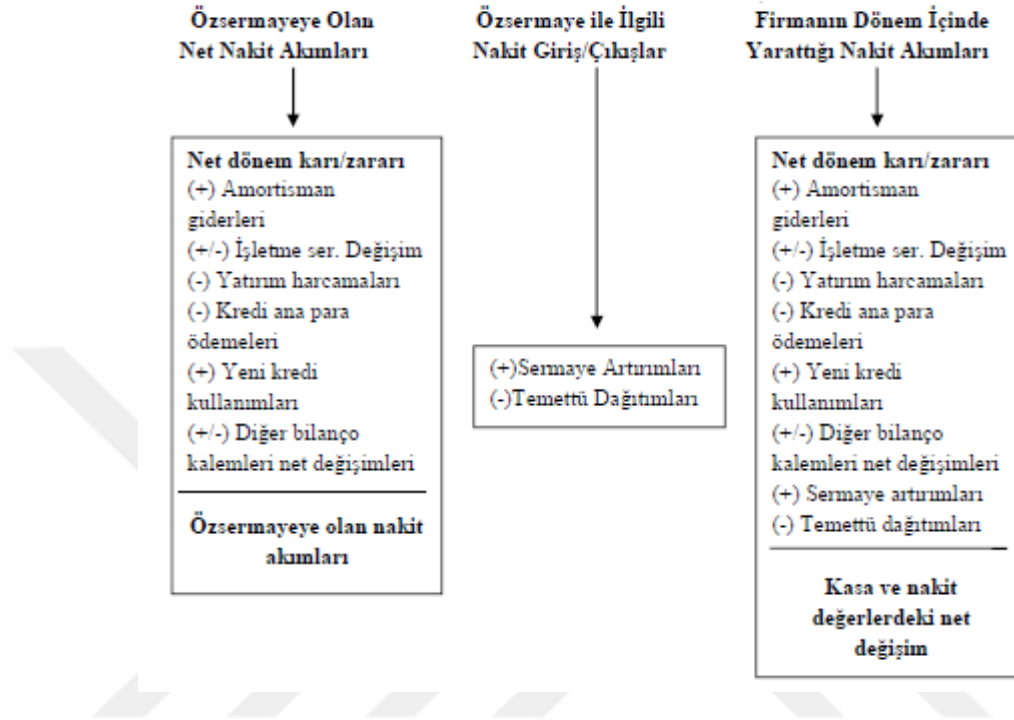
Tablo 1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinde İşlem Basamakları

1- Geçmiş performansın analiz edilmesi	Yatırılan sermayenin ve FVÖK'ın hesaplanması
	Değer kaynaklarının hesaplanması
	Geçmiş performansın yorumlanması
	Finansal sağlığın analiz edilmesi
2- Performansın tahmin edilmesi	Stratejik pozisyonunun anlaşılması
	Performans senaryolarının üretilmesi
	Parametrelerin tahmin edilmesi
	Tahminlerin olabilirliğinin kontrol edilmesi
3- Sermaye maliyetinin tahmin edilmesi	Sermaye yapısında borç-öz varlık oranına bakılması
	Öz varlık maliyetinin tahmin edilmesi
	Borç maliyetinin tahmin edilmesi
4- Nihai değer tahmin edilmesi	Uygun bir teknik seçilmesi
	Tahmin döneminin seçilmesi
	Parametrelerin tahmin edilmesi
	Nihai değer tahmininin bugünkü değere indirgenmesi
5- Hesaplamalar ve sonuçların yorumlanması	Hesaplama ve test sonuçlarının bulunması
	Sonuçların yorumlanması

Kaynak: Serin, 2004: 6.

2.2.3.3.1. Öz Kaynağa Ait Serbest Nakit Akımları

Öz Kaynağa Ait Serbest Nakit Akımları yöntemine göre; sermaye harcamaları ve işletme sermayesindeki değişiklik, hedef borç oranına göre finanslanmakta, anapara geri ödemeleri ise yeni borçlanmalara göre yapılmaktadır.



Şekil 1. Öz Sermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımları

Kaynak: Chambers, 2005: 227.

Tabloda görüldüğü üzere, öz sermaye değeri modeline göre değerlemede firmanın dönem içinde yarattığı nakit akımını, öz sermayeye ait olan net nakit akımları ile öz sermaye ile alakalı nakit giriş/çıkışlarının toplamını belirlemektedir.

Bir firmanın finansal performansını tahmin etme süreci ikiye ayrılmıştır. İlk periyot 10-15 yıl sürebilmektedir. Bu dönemde yıllık gelir tabloları ve bilançolardaki verilerden tahminler değerlendirilmektedir. İkinci dönem ise post-horizon periyodu olarak adlandırılmaktadır, ilk horizon yılının başında devam eden değer, indirgenmiş faaliyet ile temsil edilmektedir (Jennergren, 2008: 1549).

2.2.3.3.2. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları

İndirgenmiş nakit akımlarıyla şirket değerlemede en sık kullanılan yöntem olarak bilinmektedir (Fernandez, 2007: 1). Firmanın değerini hesaplayabilmek için öncelikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC)'ne ihtiyaç duyulmaktadır.

Firmaya ait serbest nakit akımları yönteminde, firmanın nakit akımları bugüne indirgenerek firmanın değeri elde edilmektedir. Daha sonra bu değerden borçların piyasa değeri mahsup edilmektedir ve bu şekilde öz sermaye değeri hesaplaması yapılmış demektir(Capiński ve Patena, 2009: 19). Nakit bütçesini hazırlarken firmalar, gelecekte sahip olacakları ya da ödeyecekleri nakdi bu yöntemi kullanarak hesaplayabilmektedir (Fernandez, 2007: 16).

2.2.3.3.3. Ekonomik Kâr Modeli

Ekonomik kâr modeline göre bir firmanın değeri, kuruluşundaki sermayesi ve tahmini ekonomik kârlarının bugüne indirgenmiş net değerini ifade etmektedir. Tahmini ekonomik kârların net bugünkü değeri pozitifse, firma başlangıçtaki sermayesine ek bir getiri sağlamıştır eğer tahmini ekonomik kârların net bugünkü değeri negatif ise firma kaynaklarını verimli olmayan alanlarda veya endüstri kollarında değerlendirmiş ve ortakların zarara uğramalarına sebep olmuştur (Kepez, 2006:188).

Ekonomik kâr modelinin indirgenmiş nakit akımlarından üstün olduğu nokta, modelin herhangi bir yıldaki firma performansını anlamak için kullanışlı bir ölçü olmasından kaynaklanmaktadır Ekonomik kâr modeli şu şekilde hesaplanmaktadır (Kurtuldu, 2007: 59):

$$\text{Ekonomik Kâr} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

$$\text{NOPLAT} = \text{Faaliyet Kârı} - \text{Düzeltilmiş Vergiler}$$

$$= \text{Vergi Sonrası Esas Faaliyet Kârı} - (\text{Öz sermaye} \times \text{WACC})$$

2.2.3.4. Modern Değerleme Yöntemleri

Firma değerlemesinde son yıllarda geleneksel yöntemlere alternatif olarak modern yöntemler geliştirilmiştir. Modern değerlendirme yöntemleri aşağıdaki gibidir:

2.2.3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

EVA, Stern Stewart Danışmanlık şirketi tarafından, değer bazlı yönetim anlayışından yola çıkarak firmaya uzun vadede katma değer sağlayacak politikaların tamamına sahip olan bir disiplin olarak ortaya atılmıştır (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009:291).

İşletme örgütü içinde verilecek tüm kararların ve gerçekleştirilecek tüm faaliyetlerin değer yaratmaya yönelik olmasını ifade eden değere dayalı yönetim anlayışında, ekonomik katma değer gerek işletme örgütünün bütününün değerini, gerekse bütün içindeki parçaların yarattıkları “gerçek değeri” belirlemeye yönelik bir yöntem olarak bilinmektedir (Çelik, 2002:3).

EVA uygulamalarının başarılı olabilmesi için atılması gereken adımlar şu şekildedir (Kale Korkmaz, 2003: 6):

- 1. Adım: Öncelikle EVA sistemine karşı yönetimin tavrı ve tutumu olumlu olmalıdır.
- 2. Adım: EVA ölçüm merkezinin ne şekilde tanımlanacağı, EVA'nın nasıl hesaplanacağı gibi önemli kararlar yönetim kurulu onayına sunulmalıdır.
- 3. Adım: Sistemin tamamıyla ilgili ayrıntılı bir uygulama planının geliştirilmesi gerekir.
- 4. Adım: Son olarak EVA sistemiyle ilgili eğitim programının başlatılması gerekir.

EVA, vergi sonrası operasyonel kârlardan(NOPAT) sermaye maliyetinin çıkarılması sonucu elde edilmektedir. EVA hesaplanırken her kalemin dikkatli bir şekilde ve ayrı ayrı hesaplanması gerekmektedir.

2.2.3.4.2. Piyasa Katma Değeri Yöntemi

Piyasa katma değeri yöntemi, işletme sahiplerinin servetinin maksimum olabilmesinin, ancak işletmenin toplam değeri ile toplam sermayesi arasındaki farkın arttırılması durumunda söz konusu olabileceğini savunmaktadır ve aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Öztürk, 2004: 356).

$$MVA = \text{Toplam Değer} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye}$$

Toplam Değer ise = [(Dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısı x Hisse senedinin piyasa fiyatı) + (İmtiyazlı hisse senetlerinin sayısı x İmtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatı) + (Borcun Piyasa Değeri)] olarak ifade edilmektedir. Tabloda ölçütler veri, gösterge sayısı, değerlendirme nesnesi, kararlar için uygunluk, hesaplamanın karmaşıklığı ve uygulama kriterleri açısından karşılaştırılmıştır.

Tablo 2. Firma Değerleme Ölçütleri Karşılaştırmalı Analizi

Ölçütler	Veri	Gösterge Sayısı	Değerleme Nesnesi	Kararlar için Uygunluk	Hesaplamanın Karmaşıklığı	Yorumlamanın Karmaşıklığı	Uygulama
Gerçek Finansal Oran	İç	Birçok	Faaliyet	Evet	Basit	Basit	Tüm Firmalar
DCF	İç	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Basit	Sermaye Şirketi
FCF	İç ve Dış	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Basit	Sermaye Şirketi
NPV,PI, IRR	İç	Bir	Firma	Hayır	Basit	Basit	Tüm Firmalar
Defter Değeri	İç	Birçok	Firma	Hayır	Basit	Basit	Tüm Firmalar
Gerçek Değer	Dış	Bir	Firma	Evet	Basit	Basit	Sermaye Şirketi
Yenileme Değeri	İç ve Dış	Bir	Firma	Evet	Basit	Basit	Tüm Firmalar
Tasfiye Değeri	İç	Bir	Firma	Hayır	Basit	Basit	Tüm Firmalar
EVA	İç	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Basit	Tüm Firmalar
MVA	İç ve Dış	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Basit	Sermaye Şirketi
CVA	İç	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Basit	Tüm Firmalar
CFROI	İç ve Dış	Bir	Firma	Evet	Kompleks	Kompleks	Tüm Firmalar

Kaynak: Bayrakdaroğlu ve Ege, 2008: 9.

Firma değerlendirme yöntemlerinin hepsi nihai amaç olarak firma değerini belirlemeye yönelik olsa da her birinin kendi içerisinde farklı özellikleri bulunmaktadır. Örneğin; EVA ve CFROI yöntemleri tüm firmalara uygulanabilmekte iken MVA sadece sermaye şirketlerinde kullanılabilir.

2.2.3.4.3. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı

Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI), Chicago kaynaklı danışmanlık şirketi olan “HOLT Value Associates” tarafından geliştirilmiş bir performans ölçüsü olarak bilinmektedir. Günümüzde bu yöntemi, Braxton Associates, Boston Consulting Group (BCG), Corporate Value Associates, Stern ve Stewart gibi önde gelen danışmanlık şirketleri kullanmaktadır (Bayrakdaroğlu ve Ege, 2008: 7).

CFROI değerinin hesaplanmasında farklı yöntemler de bulunmaktadır. (Bayrakdaroğlu ve Ege, 2008: 9).

2.3.LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Alsu (2017) çalışmasında, sermaye yapısı ve kârlılık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat sektöründe faaliyet gösteren 132 işletmeye ait veriler kullanılmıştır. Çalışma 2005-2015 dönemini kapsamaktadır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Özkaynak kullanımı arttıkça işletmelerin kârlılığının arttığı tespit edilmiştir. Uzun vadeli borç kullanımı ile işletmenin kârlılığı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Birgili ve Düzer (2010) çalışmalarında, Finansal analizde kullanılan oranlar ve Firma Değeri ilişkisini incelemiştirlerdir, İMKB 100 de işlem gören 2001-2006 yılları arasındaki verilere düzenli olarak ulaşılabilinen 58 şirketi kapsamaktadır. Çalışmada Panel Veri Analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda oran analizi verilerinden kârlılık oranları ve faaliyet oranlarının etkisinden daha çok borsa performans oranı, likidite oranı ve mali bünye oranlarının firma değeri üzerinde ilişkilerinin olduğu gözlemlenmiştir.

Bush ve Abanel'in temel analizinde (Ababanell, Bushee, 1997), hisse senedi fiyatları çalışmasında, temel değişkenlerin kâr tahmininde kullanılmasının faydası incelenmiştir. Sonuçlar, brüt kâr, etkin vergi oranı, envanter değerlendirme yöntemi ve işgücü verimliliği değişkenlerinin ilgili bir sorunun öngörülen kazançları ile önemli bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Ayrıçay ve Türk (2014) çalışmalarında, Finansal Oranlar ve Firma Değeri ilişkisini incelemiştirler. Çalışmada BIST'te işlem gören 56 üretim işletmesinin 2004-2011 yılları arasındaki verileri alınarak analiz yapılmıştır. Çalışmada Panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada yapılan analiz sonucunda, firma değerinin, asit test oranı, aktif devir hızı, PD/DD oranı, finansal kaldıraç oranları üzerinde etkili olduğu, anlaşılmaktadır. Borçlanma oranı, aktif kârlılık oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı yapılan analiz sonucunda anlaşılmaktadır.

Uluyol ve Türk (2013) çalışmalarında, Finansal Rasyoların Firma Değerine etkisi incelemiştirler. BIST'te işlem gören 56 üretim işletmesinin 2004-2010 yılları arasını içeren verileri alınmıştır. Çalışmada Panel veri Analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda likidite oranlarından, cari oran ve nakit oranının bağımlı değişken firma değeri üzerinde anlamlı bir ilişkinin olduğu, diğer bağımsız

değişkenler olan stok devir hızı, öz sermaye oranı, net kâr marjı oranı, hisse başına kâr oranları ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Allozi ve Obeidat (2016), Amman Borsasında kârlılık ve kaldıraç oranlarının hisse senedi getirisi üzerindeki etkilerini incelemişler. 2001 ve 2011 yılları arasındaki 65 imalatçı firmanın örneğini incelediler. Net kâr marjı, brüt kâr marjı, varlıkların getirisi, özkaynak kârlılığı ve hisse başına kazançlar, kârlılık ve borç oranı, borç / özkaynak oranı ve faiz oranı olarak analiz edildi. Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre brüt kâr marjı, özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı ve hisse başına kazancın önemli oranda hisse senedi getirisi üzerinde etkileri varken, net kâr marjı, hisse senedi kazançlarıyla kaldıraç önlemlerinin hisse senedi getirisiyle ilgisi yoktur.

Güloğlu, vd., (2016), 2000-2014 döneminde hisse senetleri BIST-100'de işlem gören 83 imalatçı firmayı inceleyerek finansal oranların hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini analiz etmişler. Veri setlerinde aşırı değerlerin varlığını incelediklerinden, aşırı değerlere karşı daha az hassas olan nicel regresyon yöntemini kullandılar. Tahmin sonuçlarının bir sonucu olarak, hisse senedi getirilerinin farklı oranlardaki finansal değişimlere farklı şekilde tepki verdiğini, örneğin koşullu dağıtım getirilerinin 5., 10., 25., 50., 75., 90. Ayrıca, yatırımcıların, finansal oranlarını da dikkate alarak, hisse senetleri hakkında gelecekteki korumaları olabileceği, bu projeksiyonların yüksek miktardaki miktardan düşük miktardaki miktarlara geçeceği ifade edilmektedir. Likidite oranları nadiren finansal oranlarla ilgili literatüre dâhil edilir.

Kalaycı ve Karataş (2005), İMKB'de işlem gören ve cari oran da dâhil olmak üzere finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu araştırma için seçilen örnek sektörler kimyasal, kâğıt ve kâğıt ürünleri, petrol, plastik ve yiyecek ve içecek. Bu araştırma sonucunda, likidite oranlarının sadece kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörlerine yönelik hisse senedi getirilerini açıklayabildiği görülmüştür. Likidite oranı ile borsa getirisi arasındaki ilişki ile ilgili bir başka çalışma ise Amman Menkul Kıymetler Borsası'nda Gharaibeh (2014) tarafından yapılmıştır. Bu çalışma likidite (cari oran) ile hisse senedi getirisi arasında zayıf ama anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Hasan (2017), Irak, Erbil’de faaliyet gösteren ticari bankaların finansal performansının denetiminde, kurumsal yönetimin (yönetim kurulu, iç kontrol sistemi, dış denetim, şeffaflık ve açıklama, hesap verebilirlik ve muhasebe kontrolü ve denetim komiteleri) ilişkisinden ve etkisinden haberdar olmak ve kurumsal yönetimin rolünü ortaya çıkarmaya yönelik yüksek lisans tez çalışmasında 24 bankayı inceleyerek kurumsal yönetimin ticari bankaların istikrarında ve finansal performanslarının kontrolünde önemli bir rol oynadığı sonucuna ulaşmıştır.

Hilaloğlu (2019), BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) yer alan firmaların finansal performansları ile kurumsal yönetim notları arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmeye yönelik 18 firma üzerinde 9 finansal performans kriteri ve 1 kurumsal yönetim notu ile 2012-2017 yıllarını kapsayacak şekilde yaptığı çalışmada kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında kurulan ilişki neticesinde beklenenin aksine, finansal performansın kurumsal yönetim notunu etkilediği görülmüştür. Kurumsal yönetim notunda meydana gelen değişiklikler TOPSIS skorundan kaynaklandığı. Finansal performansı iyi olan işletmelerin kurumsal yönetim notlarının daha iyi olduğu anlaşılmıştır.

Çenber (2018), kurumsallaşma sürecini tamamlamış ve BİST’de kayıtlı olarak faaliyet gösteren 48 adet şirketin finansal performanslarını Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri içinde yer alan PROMETHEE, COPRAS ve TOPSİS yöntemleriyle belirlenmesine yönelik yaptığı çalışmada 2013-2017 yılları esas almış ve çalışmanın ele alındığı son yıl olan 2017 yılı Çok Kriterli Karar Verme Yöntem sonuçları tablolar hâlinde sunmuştur. İlk olarak araştırmaya dâhil olan 48 adet şirketin mali tablolarından yararlanılarak oran analizi yapılmıştır. Daha sonrasında Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden PROMETHEE, COPRAS ve TOPSİS yöntemleri kullanılarak finansal durum analizi yapılmış ve şirket performansları matematiksel olarak sıralanmıştır. Çalışmanın sonunda üç farklı analiz için üç farklı sonuç tespit edilmiştir. Sonuçların birbirlerine yakın olduğu belirlenmiştir.

Beyaz (2018), Türkiye’de yiyecek içecek endüstrisinde faaliyet gösteren 72 yiyecek içecek işletmesiyle, Avrupa kıtasında sağlıklı verilerine ulaşılan 9 ülke borsasında işlem gören 40 halka açık yiyecek içecek işletmesi üzerinde yaptığı çalışma kapsamında söz konusu işletmelerin 2014-2016 yıllarına ilişkin likidite, mali yapı, verimlilik ve kârlılık oranları hesaplanmış ve söz konusu oranlar hem

endüstriyel hem de ülkesel bazda karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Sonuç olarak, likidite oranları bağlamında, Avrupa'daki işletmelerin kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirme hususunda daha başarılı oldukları, finansal yapının Türkiye'deki işletmelerde ağırlıklı olarak yabancı kaynaklardan Avrupa'da ise öz kaynaklardan meydana geldiği ve Türkiye'deki işletmelerin finansal riskinin fazla olduğu, varlık kullanım oranları bağlamında stok, alacak ve çalışma sermayesi yönetimlerinde Avrupa işletmelerinin daha başarılı olduğu, kârlılık oranları açısından da Avrupa'daki işletmelerin Türkiye'deki işletmelere kıyasla daha iyi bir performans sergiledikleri gözlemlenmiştir.

Sak (2018), işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performanslarına herhangi bir etkisinin olup olmadığını ortaya konulmasına yönelik çalışmada 2013-2016 yıllarında BİST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan banka dışı 35 işletmenin 16 çeyrek döneme ait kamuya açık finansal bilgilerinin analizi sonucunda, kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının işletmelerin finansal performansına istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Koçak, (2018) Türkiye'deki kamu, özel ve yabancı sermayeli mevduat bankalarının 2011-2016 dönemi verileri baz alınarak finansal performansları incelenmiştir. 2011-2013 yılları arasında tüm bankaların gerek mevduat toplama, öz sermayenin efektif kullanımı, aktif kalitesi ve likidite rasyoları açısından, gerekse faaliyet kârları, aktif büyüklükleri ve diğer büyüme oranları açısından oldukça olumlu kazanımlar elde ettikleri ancak 2014 yılından itibaren temel finansal rasyolarında düşüşlerin başladığı, bu düşüşlerin kısmen 2015-2016 yılları arasında toparlanma eğilimine girmekle birlikte, söz konusu toparlanmanın 2011-2012 yıllarındaki finansal performans artışını yakalamaktan çok uzak kaldığı tespit edilmiştir. Diğer yandan mevduat toplama, öz sermayenin efektif kullanımı ve faaliyet kârlılığı açısından 2011-2016 yılları arasında özel sermayeli bankaların ilk sırada geldiği, bunları sırasıyla yabancı sermayeli bankalar ile kamu sermayeli bankaların takip ettiği; faaliyet kârlılığı ve gelirler yönünden ise kamu sermayeli bankaların ilk sıraya yükselerek özel sermayeli bankalar ile yabancı sermayeli bankaları geride bıraktığı sonucuna varılmıştır.

Dirie (2017), Finansal Performansın Topsis Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi ile Belirlenmesi; Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama adlı yüksek lisans tez çalışmasında Borsa İstanbul'da faaliyette bulunan 11 ana metal işletmesinin finansal performansları 2011 ile 2015 arasındaki faaliyet tabloları kullanılarak TOPSIS yönteminin yardımıyla değerlendirilmiştir. Yüksek faaliyet oranları gösteren özellikle alacak devir hızı yüksek olan işletmelerin performans sıralamasında yüksek bir seviyede yer aldıkları görülmüştür. Varılan sonuçlara göre faaliyet etkisinden sonra likidite arasındaki farkın yüksek olduğu işletmelerin faaliyetleri arasındaki fark az olduğunda likiditenin performans sıralamasını etkilediğine ulaşılmıştır.

Polat (2016), Ar-Ge yatırımlarının firmaların finansal performansına etkisini araştırdığı “AR-GE Yatırımlarının Firmaların Finansal Performansına Etkisi: BIST’te İşlem Gören İmalat Şirketleri Üzerine Bir Uygulama” adlı doktora çalışmasında BIST imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal performansına Ar-Ge yatırımlarının etkisi araştırılmıştır. 2007Q1-2015Q2 dönemine ait çeyreklik verilerin kullanıldığı araştırmada ilk olarak imalat sektörü bütün olarak, daha sonra ise alt sektörler bazında ele alınmıştır. Çalışmada her bir sektör için firma performansını temsilen sekiz model oluşturulmuştur. Analiz sonuçlarına göre ilgili dönemde Ar-Ge yatırımlarının firma performansına etkisi bazı modellerde pozitif, bazı modellerde negatif olduğu belirlense de sonuçlar genel olarak anlamlı bulunmamıştır. Firmalara ait birim etkiler modellerden alınarak araştırıldığında bazı firmaların Ar-Ge yatırımlarından olumlu, bazı firmaların ise olumsuz etkilendiği saptanmıştır. Bu sonuçlardan firmaların bir kısmının Ar-Ge yatırımlarını verimli kullandığı, diğer bir kısmının ise verimsiz kullandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Levent (2016), Türkiye’de sanayi sektöründe faaliyet gösteren 324 firmanın on bir yıllık finansal verileri analiz edilerek kalite yönetimi uygulamalarından en az birini uygulayan firmalardaki değişimleri tespit etmeye çalıştığı “Kalite Yönetimi Uygulamalarının Firmaların Finansal Performansına Etkisinin Analizi” adlı yüksek lisans çalışmasında firmaların “Aktif Kârlılığı” ve “Kâr Marjı” performans göstergelerini açıklayan iki model kurulmuştur. Toplam Kalite Yönetimi, Altı Sigma ve Yalın Yönetim uygulamaları modele açıklayıcı değişken olarak eklenerek kalite yönetimi uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkisinin Kârlılık oranlarında artışa neden olup olmadığı incelenmiş, yapılan analizler neticesinde

kalite yönetimi uygulamalarının, firmaların finansal performansları üzerinde kısmi bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Her iki modelde de Toplam Kalite Yönetimi ve Altı Sigma uygulamalarının kârlılığı etkilediği ancak Yalın Yönetim Uygulamasının bu etkiye sahip olmadığı saptanmıştır. Altı Sigma uygulaması kârlılık göstergelerini olumlu yönde etkilerken, Toplam Kalite Yönetimi'nin olumsuz etkilediği; bu duruma Türkiye'de Toplam Kalite Yönetimi'nin benimsenmesi sırasında yapılan hatalar ve uygulamasında karşılaşılan sorunların neden olduğu görülmüştür. Aynı anda birden fazla kalite yönetimi uygulaması kullanan firmalarda ise kârlılık göstergelerinin yıllar içerisinde olumlu ve anlamlı sonuçlar ortaya çıkardığı tespit edilmiştir.

Erdoğan (2015), BİST 100 endeksine dâhil olan firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkisini araştırmayı amaçlamadığı “Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Finansal Performansına Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Araştırma” adlı doktora çalışmasında. 2007-2013 yıllarını kapsayan dönemde, her yıl BİST 100 endeksine dâhil olan 50 şirket ve toplam 350 gözlem sayısı tespit edilmiştir. Firmaların kurumsal yönetim endeksine dâhil olmalarının firma performansına bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yönetim kurulu komitelerinin yapısının firma performansı açısından bir farklılık oluşturmadığı da tespit edilmiştir.

Keleş, (2015), “Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Araştırma” adlı yüksek lisans çalışmasında Borsa İstanbul'da işlem gören spor kulüplerinin 2009:1-2014:1 dönemleri arasında finansal performansının oran analizi yöntemiyle ölçülmesidir. Araştırmaya konu olan spor kulüplerinin finansal yükümlülüklerini yerine getirmede sorunlarla karşılaşabileceği görülmüştür. Mali olarak varlıklarını etkin kullanamadıkları ve kâr oluşturma konusunda başarısız oldukları gözlenmiştir. Ayrıca söz konusu spor kulüplerinin iflas riski içinde oldukları da saptanmıştır.

Şavk (2013), yabancı sermayeli banka girişinin Türk bankacılık sektörüne etkisini saptamak amacı ile gerçekleştirdiği çalışmada, kamu sermayeli ticaret bankaları, özel sermayeli ticaret bankaları ve Türkiye'de kurulmuş yabancı sermayeli bankalar ile sermayesinde yabancı payı olan bankalar çalışma kapsamına almıştır.

Çalışmanın gözlem yılı olarak 2002-2011 yılları arası 10 yıllık dönemi alınmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı sermayeli bankaların sermaye yeterliliği, bilanço yapısı, aktif kalitesi, likidite ve gelir-gider oranları açısından sektör ortalamasını yükselten, kârlılık oranları açısından ise sektör ortalamasını düşüren etki yarattığı saptanmıştır. Ekonominin genel performansının yerli ve yabancı sermayeli bankaların sermaye yeterliliğini, bilanço yapısını ve gelir-gider yapısını farklı etkilediği, döviz kurlarının ve büyümenin ise farklı etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Molyneux ve Thornton tarafından 1986-1989 döneminde 18 Avrupa ülkesini ele alan çalışmada, Avrupa ülkelerinin bankacılık sistemlerinin kârlılıkları ve performansları karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada, her ülkenin faiz oranı düzeyleri, banka yoğunlaşmaları ve devletin banka hisselerine ortak olması ile o ülke bankalarının öz kaynak getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir (Molyneux ve Thornton, 1992).

Naceur ve Goaid (2001), tarafından yapılan çalışmada, Tunus bankacılık sektörünün 1980-1995 dönemindeki performansı ele alınmıştır. Bu araştırmacılar, iyi performans gösteren bankaların, emek ve sermaye verimliliklerinin yüksek olduğu, gelir getiren aktiflerine oranla mevduat hesaplarının hacminin fazla olduğunu, faaliyet kârlılarının bir bölümünü bünyelerinde tutarak öz kaynaklarını arttırdıklarını ve sermaye tabanlarını güçlendirdiklerini saptamışlardır (Naceur ve Goaid, 2001).

Doğan ve Topal (2016), tarafından Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören imalat sanayi firmalarının kârlılığını belirleyen finansal faktörlerin tespit edilmesine yönelik 2005-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanarak yaptıkları çalışmada panel veri analizi kullanmışlardır. Yapılan analizler sonucunda Varlık Kârlılığı ve Öz sermaye Kârlılığı ile toplam varlıklar arasında pozitif bir ilişki; buna karşın kaldıraç oranı arasında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Cari oran ve firma yaşı ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir.

Doğan ve Elitaş (2014), Borsa İstanbul'da (BİST) gıda sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi gereksinimlerini belirleyen faktörleri tespit etmeye yönelik çalışmada 2006-2012 yıllarını kapsayan 15 firmaya ilişkin finansal verilerden yararlanarak yaptığı çalışmada ilgili firmaların nakit dönüşüm süresi, nakit

akışı ve varlık kârlılığı ile çalışma sermayesi oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü ile çalışma sermayesi oranı arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte araştırmada reel Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla ve faiz oranı ile çalışma sermayesi oranı arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişkilerin varlığı ortaya çıkmıştır.

Yalçın, vd., (2005) çalışmalarında, finansal oranlarla hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin analizini yapmışlar ve finansal oranlar kullanılarak Veri Zarflama Analizi ve Toplam Faktör Verimliliği İndeksi Analizi yapılmış ve analize konu olan şirketlerin etkin olup olmadıkları ve etkinlik değişimleri belirlenmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, Veri Zarflama Analiziyle etkin olduğu belirlenen şirket ve hisse senedinin ilgili dönem getirisi arasında yakın bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Etkin olan şirketlerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişki dönemden döneme farklılaşmakla birlikte, ekonomik istikrarın olduğu dönemlerde bu ilişki yüksek derecede kendini göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM MATERYAL VE YÖNEM

3.1.ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ

3.1.1. Dynamic Panel Veri

Panel verisi bağlamında, genellikle tek yönlü sabit efekt modellerinde olduğu gibi içsel (azaltıcı) dönüşümü uygulayarak ya da panelin ikinci boyutu uygun bir zaman dizisi ise ilk farkları alarak gözlemlenmemiş heterojenlikle karşı karşıyayız.

İlk farkın gözlemlenemeyen heterojenliği ortadan kaldırabilme yeteneği, dinamik panel verileri (DPD) modelleri için geliştirilen tahmin ediciler ailesinin de temelini oluşturmaktadır. Bu modeller kısmi ayar mekanizmasının modellenmesine izin veren bir veya daha fazla gecikmeli bağımlı değişken içermektedir. Dinamik panel veri (DPD) modeli bağlamında, özellikle “küçük (T), büyük (N)” bağlamında, tek yönlü sabit etkiler modelinde ciddi bir zorluk ortaya çıkıyor. Nickell (Econometrica, 1981) 'in gösterdiği gibi, Bireyin ortalama Y değerini ve ilgili X değerinden her X'i çıkartan alçalma işleminin regresör ve hata arasında bir korelasyon yaratması nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Anderson & Hsiao,1981:598-606).

Gecikmeli bağımlı değişkenin ortalaması, y üzerinde 0 ila $(T-1)$ arasındaki gözlemleri içerir ve ortalama hata, $(t = 1...T)$ için eşzamanlı (ϵ) değerleri içermektedir. Sonuçta ortaya çıkan korelasyon, gecikmiş bağımlı değişkenin katsayısının tahmininde, ayrı ayrı birimlerin sayısı olan N'nin artmasıyla azaltılmayan bir önyargı yaratmaktadır (Anderson & Hsiao,1981:598-606).

İndirgeme işlemi, hata teriminden bağımsız olarak dağıtılamayan bir regresör oluşturur. Nickell ρ 'nın $N \longrightarrow \infty$ olarak tutarsızlığının, "küçük bir T"

bağlamında oldukça büyük olabilen, $1 / T$ sıralı olduğunu göstermektedir. ($\rho > 0$) ise, önyargı her zaman olumsuzdur. y 'nin kalıcılığı hafife alınacaktır. Oldukça büyük T değerleri için, $(\hat{\rho} - \rho)$ olarak $N \rightarrow \infty$ 'in sınırı yaklaşık olarak $-(1 + \rho) / (T - 1)$ olacaktır: $T = 10$ olsa bile oldukça büyük bir değer. $\rho = 0.5$ olduğunda, önyargı -0.167 veya gerçek değerın yaklaşık $1 / 3$ 'ü olacaktır. Ek regresörlerin eklenmesi bu önyargıyı ortadan kaldırmaz (Anderson & Hsiao,1981:598-606).

Ayrıca bu yanılmanın otomatik olarak ilişkilendirilen bir hata işleminden (ε) kaynaklanmadığına da dikkat edin yanılma, hata işlemi (i.i.d) olsa bile ortaya çıkmaktadır. Hata işlemi otomatik olarak ilişkilendirilirse, bu bağlamda AR parametrelerinin tutarlı bir tahmininin türetilmesi zorluğundan dolayı, sorun daha da şiddetlenmektedir. Aynı problem tek yönlü rastgele etkiler modelini de etkilemektedir. u_i hata bileşeni, y_{it} 'in her değerini varsayımla girer, böylece gecikmeli bağımlı değişken, bileşik hata işleminden bağımsız olamamaktadır (Anderson & Hsiao,1981:598-606).

Bu soruna bir çözüm, orijinal modelin ilk farklılıklarının alınmasıdır. Gecikmeli bağımlı değişken ve tek bir regresör içeren bir model düşünün X:

$$y_{it} = \beta_1 + \rho y_{i,t-1} + X_{it} \beta_2 + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

İlk fark dönüşümü hem sabit terimi hem de bireysel etkiyi kaldırmaktadır:

$$\Delta y_{it} = \rho \Delta y_{i,t-1} + \Delta X_{it} \beta_2 + \Delta \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Farklı gecikmeli bağımlı değişken ile bozulma süreci (hala birinci dereceden hareketli ortalama bir işlem veya MA (1)) arasında hala korelasyon var: eski içerir $y_{i,t-1}$ ve ikincisi $\varepsilon_{i,t-1}$.

Ancak bireysel sabit etkiler ortadan kalktığında, basit bir araçsal değişkenler tahmincisi mevcut olmaktadır. Gecikmeli bağımlı değişken için, y 'nin ikinci ve üçüncü gecikmelerinden, farklılıklar veya gecikmeli seviyeler şeklinde enstrümanlar yapılabilmektedir. Eğer i : i : d:, bu y gecikmeleri gecikmeli bağımlı değişkenle (ve farkıyla) yüksek derecede korelasyon gösterecek ancak bileşik hata işlemi ile ilişkili olmayacaktır.

Ancak bireysel sabit etkiler ortadan kalktığında, basit bir araçsal değişkenler tahmincisi mevcuttur. Gecikmeli bağımlı değişken için, y 'nin ikinci ve üçüncü gecikmelerinden, farklılıklar veya gecikmeli seviyeler şeklinde enstrümanlar yapılmaktadır. ε (i.i.d.) ise, y 'nin gecikmeleri gecikmeli bağımlı değişkenle (ve farkıyla) yüksek oranda korelasyon gösterecek ancak bileşik hata işlemi ile ilişkili olmayacaktır. ε 'nin bir AR (1) sürecini takip edebileceğine inanmak için bir nedenimiz olsa bile, yine de bu stratejiyi izleyebiliriz, bir dönem geri çekilerek y 'nin üçüncü ve dördüncü gecikmelerini kullanarak (her birinin zaman dilimlerinin olduğu varsayılır).

DPD (Dinamik Panel Verileri) yaklaşımı genellikle Arellano ve Bond'un (AB) eseri olarak kabul edilmektedir (Rev. Ec. Stud., 1991), ancak aslında Holtz-Eakin, Newey ve Rosen'in çalışmalarını popüler hale getirmişlerdir (Econometrica, 1988). Yukarıda belirtilen enstrümental değişkenler yaklaşımının, örnekte mevcut bilgilerin hiçbirinden faydalanmadığı fikrine dayanmaktadır. Bunu, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) bağlamında yaparak, dinamik panel veri modelinin daha verimli tahminleri yapılabilmektedir (Abonazel & Mohamed, 2015:1-6)

Arellano ve Bond, Anderson-Hsiao tahmincisinin, tutarlı olmasına rağmen, tüm olası ortogonalite koşullarını göz önünde bulundurmadığını iddia etmektedir. AB stratejisinin temelini oluşturan, AH'nin yankılanması, gerekli enstrümanların “iç” olduğu varsayımdır; yani, enstrümanlanmış değişkenlerin gecikmeli değerlerine dayanmaktadır. Tahmin ediciler, dış araçların da dâhil edilmesine izin vermektedir.

$$y_{it} = X_{it}\beta_1 + W_{it}\beta_2 + v_{it} \quad (3)$$

$$v_{it} = u_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

X_{it} Kesinlikle eksojen regresörler içerdiğinde, W_{it} , tümü gözlemlenmemiş bireysel etkisi olan UI ile ilişkilendirilebilecek önceden belirlenmiş regülatörlerdir (y 'nin gecikmelerini içerebilir) ve endojen regresörlerdir. Denklem ilk olarak farklılaşması kullanıcı arabirimini ve ilişkili ihmal değişken önyargısını kaldırmaktadır. Arellano-Bond tahmincisi, modelin bir denklem sistemi olarak belirtildiği ve her bir denklem için geçerli olan enstrümanların farklı olduğudur

(örneğin, daha sonraki dönemlerde, enstrümanların ek gecikmeli değerleri mevcuttur) (Abonazel & Mohamed, 2015:1-6)

3.1.2.GMM Yöntem Tahmini

Genelleştirilmiş Moment Method Momenti, klasik moment metodu, lineer regresyon, maksimum olasılık oranını içeren geniş çapta uygulanabilir bir parametre tahmin stratejisi olarak bilinmektedir. Bu bölümde moment koşullarının belirlenmesi - GMM tahminlerinin yapı taşları, tahmin, çıkarım ve spesifikasyon testleri tartışılmaktadır. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), hatalar için belirli bir dağılımın belirtilmesi gibi, genellikle istenmeyen veya gereksiz varsayımlardan kaçınılırken ekonomik modellerin belirlenmesini sağlayan bir tahmin prosedürü görevi görmektedir. Bu yapı eksikliği GMM'nin geniş ölçüde uygulanabilir olduğu anlamına gelmektedir, ancak bu genelliğin en önemlisi şüpheli küçük örneklem performansı olan bir takım sorunların maliyetini göstermektedir.

Ekonometri ve istatistikte, genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM), istatistiksel modellerde parametreleri tahmin etmek için genel bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Genellikle, ilgi parametresinin sonlu boyutlu olduğu yarı parametrik modeller bağlamında uygulanmaktadır, oysa verilerin dağılım fonksiyonunun tam şekli bilinemeyebilir ve bu nedenle maksimum olasılık tahmini uygulanmamaktadır (Arellano & Bond, 1991:58-277-297).

Yöntem, model için belirli sayıda moment koşulunun belirtilmesini gerektirmektedir. Bu moment koşulları, model parametrelerinin ve verilerin işlevleridir, öyle ki parametrelerin gerçek değerlerinde beklentileri sıfırdır. GMM yöntemi daha sonra moment koşullarının numune ortalamalarının belirli bir normunu en aza indirmektedir. GMM tahmin edicilerin, moment koşullarında yer alanların dışında herhangi bir ilave bilgi kullanmayan tüm tahminciler sınıfında tutarlı, asimptotik olarak normal ve verimli oldukları bilinmektedir.

GMM, 1982 yılında Lars Peter Hansen tarafından, onların yönteminin bir genellemesi olarak geliştirilmiştir; [1], 1894 yılında Karl Pearson tarafından tanıtılmıştır. Hansen, bu çalışma için kısmen 2013 Ekonomi Ödülü'nü almıştır.

Mevcut verilerin, T gözlemlerinden ($\{Y_t\}$ $t = 1, \dots, T$) oluştuğunu varsayalım, burada her gözlem Y_t , n boyutlu bir çok değişkenli rastgele değişken olduğunu göstermektedir. Verilerin, bilinmeyen bir parametreye ($\theta \in \Theta$) kadar tanımlanmış belirli bir istatistiksel modelden geldiğini varsayıyoruz. Kestirim probleminin amacı, bu parametrenin “gerçek” değerini θ_0 veya en azından makul bir şekilde tahmin etmektir (Arellano & Bond, 1991:58,277-297).

GMM'nin genel bir varsayımı, Y_t verilerinin, zayıf bir durağan ergodik stokastik süreç tarafından üretildiğidir. (Bağımsız ve aynı şekilde dağıtılmış (iid) değişkenler durumu Y_t , bu durumun özel bir durumudur). GMM'yi uygulamak için, "moment koşullarına" sahip olmamız gerekmektedir, yani $g(Y, \theta)$ vektör değerli bir fonksiyon bilmemiz gerekmektedir.

$$m(\theta_0) \equiv E[g(Y_t, \theta_0)] = 0 \quad (5)$$

Burada E , beklentiye belirtmektedir ve Y_t , genel bir gözlemdir. Ayrıca, $m(\theta)$ işlevi $\theta \neq \theta_0$ için sıfırdan farklı olmalıdır, aksi takdirde θ parametresi nokta ile tanımlanmayacaktır. GMM'nin ardındaki temel fikir, teorik olarak beklenen $E[\cdot]$ değerinin deneysel analogu-örnek ortala değiştirilmesini ifade etmektedir:

$$\hat{m}(\theta) \equiv \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \quad (6)$$

Ve daha sonra of ile ilgili olarak bu ifadenin normunu en aza indirmek için. Θ değerinin asgariye indirilmesi θ_0 için tahminimiz olmalıdır. T 'nin büyük değerleri için büyük sayılar $\hat{m}(\theta) \approx E[g(Y_t, \theta)] = m(\theta)$ kuralına göre, bu nedenle $\hat{m}(\theta_0) \approx m(\theta_0) = 0$ 'yi bekliyoruz. Genelleştirilmiş anlar yöntemi, $(\hat{\theta})$ sıfıra mümkün olduğunca yakın olacak bir sayı $(\hat{m}(\hat{\theta}))$ arar. Matematiksel olarak, bu $(\hat{m}(\hat{\theta}))$ 'nin belirli bir normunu en aza indirmeye eşdeğerdir (m , $m =$ sıfır olarak belirtilen m , m 'yi sıfır ile arasındaki mesafeyi ölçmektedir). Elde edilen tahmin edicinin özellikleri, norm fonksiyonunun özel seçimine bağlı olacaktır ve bu nedenle GMM

teorisi ($\|\hat{m}(\theta)\|_w^2 = \hat{m}(\theta)^T W \hat{m}(\theta)$) olarak tanımlanan bütün bir norm ailesini göz önüne almaktadır (Arellano & Bond,1991:58,277-297).

Buradaki W , pozitif-kesin bir ağırlık andırma matrisidir ve (m^T) , transpozisyonu belirtmektedir. Uygulamada, ağırlık matrisi W , (\hat{W}) olarak adlandırılacak olan mevcut veri setine dayanarak hesaplanmaktadır. Böylece, GMM tahmincisi

$$\hat{\theta} = \arg \min \left(\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \right)^T \hat{W} \left(\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \right) \quad (7)$$

Olarak yazılabilmektedir.

Uygun koşullar altında, bu tahmin edici tutarlı, asimptotik olarak normaldir ve doğru ağırlıklandırma matrisi (\hat{W}) seçimi ile de asimptotik olarak etkili olmaktadır (Arellano & Bond1991:58,277-297).

3.1.3.Varsayımlar

3.1.3.1.Birim Kök

İstatistiklerde, bir birim kök testi, bir zaman serisi değişkeninin durağan olmadığını ve bir birim kökü olup olmadığını test etmektedir. Sıfır hipotez genellikle bir birim kökün varlığı olarak tanımlanmaktadır ve alternatif hipotez, kullanılan teste bağlı olarak durağanlık, eğilim durağanlığı veya patlayıcı kökü ifade etmektedir.

Genel olarak, birim kök sınama yaklaşımı dolaylı olarak test edilecek zaman serilerinin $[y_t]_{t=1}^T$ aşağıdaki gibi yazılabileceğini varsayar:

$$y_t = D_t + z_t + \varepsilon_t \quad \text{nerede,}$$

D_t deterministik bileşendir (eğilim, mevsimsel bileşen vb.)

z_t stokastik bileşendir.

ε_t durağan hata işlemidir.

Testin görevi, stokastik bileşenin bir birim kökü içerip içermediğini veya durağan olup olmadığını belirlemektir. Durağan olmayan zaman serileri kullanılarak oluşturulan modellerde bir takım problemler ortaya çıkmakta ve değişkenler arasında mevcut olmayan bir ilişki yanlış yorumlanarak sanki varmış gibi değerlendirilmektedir. Büyük numunelerde geçerli olan yaygın olarak kullanılan bir test, artırılmış Dickey-Fuller testidir. Otoregressif modellerde bir birim kök için optimal sonlu örnek testleri, John von Neumann ve James Durbin ve Geoffrey Watson tarafından yapılan çalışmaları genişleterek Denis Sargan ve Alok Bhargava tarafından geliştirilmiştir. Örneğin, gözlenen zaman serileri durumlarında, örneğin, Sargan-Bhargava istatistikleri, birinci dereceden otoregressif modellerde, tek yönlü alternatiflere karşı, yani alternatif hipotez altında işlem sabit veya patlayıcı ise, birim kök boş hipotezini test etmektedir (Wooldridge & Jeffrey M.2010).

H_0 hipotezi serinin durağan olmadığını ve birim köke sahip olduğunu, alternatif hipotez ise serinin durağan olduğunu göstermektedir. Eğer hesaplanan değer, kritik değerden mutlak olarak büyükse H_0 hipotezi reddedilir ve serinin durağan olduğuna karar verilmektedir.

3.1.3.2. Sargan-Hansen Geçerlilik Testi

Sargan-Hansen testi veya Sargan's J testi, istatistiksel bir modelde aşırı tanımlama kısıtlamaları test etmek için kullanılan istatistiksel bir testtir. 1958'de John Denis Sargan tarafından önerilmiş ve 1975'te onun tarafından çeşitli değişkenler türetilmiştir. Lars Peter Hansen, türevlerle yeniden çalıştı ve zaman çizelgesi bağlamında genel doğrusal olmayan GMM'ye genişletilebileceğini göstermiştir.

Sargan testi, model parametrelerinin katsayılar üzerinde önceden yapılan kısıtlamalar ile tanımlandığı ve aşırı tanımlayıcı kısıtlamaların geçerliliğinin test edildiği varsayımına dayanmaktadır. Test istatistiği, artıkların çapraz ürününe ve dışsal değişkenlere dayanan ikinci dereceden bir form oluşturarak, araçsal değişkenlerin regresyonundaki artıklardan hesaplanabilmektedir. Aşırı tanımlayıcı kısıtlamaların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında, istatistik, $(m-k)$ serbestlik derecelerine sahip bir ki-kare değişkeni olarak asimptotik olarak dağıtılmaktadır (burada (m) , araçların sayısıdır ve (k) , endojenlerin değişkenler sayısıdır) (Abonazel & Mohamed 2015:1-6)

Sargan istatistiğinin bu versiyonu sıradan zaman serilerinden veya kesitsel verilerden araçsal değişkenler kullanılarak tahmin edilen modeller için geliştirilmiştir. Boyuna ("panel verileri") verileri mevcut olduğunda, bağımsız değişkenlerin alt kümeleri için dışsallık hipotezlerini test etmek için bu tür istatistikleri genişletmek mümkün olmaktadır. Periyotlar potansiyel araçlardır, yani aşırı tanımlayıcı kısıtlamalar otomatik olarak boyuna veriler kullanılarak tahmin edilen modellere dâhil edilmektedir.

3.1.3.3. Arellano–Bond Seri Korelasyon Testi

Hata yapısındaki seri korelasyonun göz ardı edilmesi yanlış çıkarımlara yol açan taraflı tahminlere neden olabilmektedir. Arellano ve Bond (1991) spesifikasyon testi - özellikle, AR (2) testi, kendine özgü hatalarda seri korelasyonu kontrol etmek için ampirik uygulamalarda ve dolayısıyla model spesifikasyonunun geçerliliğini kontrol etmek için yaygın olarak kullanılmıştır. AR (2) testi, hata yapısı farklarında ikinci dereceden seri korelasyonu ve böylece seviyelerde birinci dereceden seri korelasyonu kontrol etmektedir.

AR (2) testi reddedilmezse (yani, hata yapısı muhtemelen seri olarak ilişkili değildir), çalışmalar, daha fazla dikkat çekmeden aşağıdaki denklemlerde geleneksel moment koşullarının kullanımını benimsemişlerdir.

$$E[y_{is} \mathbf{V}u_{it}] = 0 \quad (8)$$

$$E[x_{1is} u_{it}] = 0 \quad , \quad s \leq t \quad (9)$$

$$E[x_{2is} \mathbf{V}u_{it}] = 0 \quad , \quad s \leq t-1 \quad (10)$$

$$E[x_{is} \mathbf{V}u_{2it}] = 0 \quad , \quad t=1,2,\dots,T \quad (12)$$

Bununla birlikte, AR (2) testi zayıf güce eğilimlidir ve genellikle boş hipotezi reddetmekte başarısız olmaktadır. Yani, AR (2) testi, varlığı altında bile seri korelasyonun olmadığını gösterebilmektedir ve bu nedenle yanlış bir kısmı geçersiz olan geleneksel moment koşullarının kullanımını haklı çıkarmaktadır. Bu, güvenilmez ve önyargılı çıkarımlara yol açabilmektedir. Çalışmalar, (i) test istatistiğinin geçersiz moment koşullarından elde edilen önyargılı tahminler kullanılarak oluşturulmuş olması durumunda AR (2) testinin zayıf güç gösterdiğini

veya (ii) sonlu numuneler altında çok fazla moment koşulunun kullanıldığını tespit etmiştir (Bowsher, 2002:211-220).

AR (2) testinin N-A çerçevesi altındaki modellerde null hipotezini (seri korelasyon olmadan) reddetmede nasıl başarısız olacağına dair kanıt göstermek gerekirse. Özellikle, DGP'nin N-A çerçevesini takip ettiği durumu ele almaktayız ancak test istatistiği, dinamik panel veri yöntemlerini uygulayan önceki çalışmalarda olduğu gibi geleneksel moment koşullarını kullanarak oluşturulmaktadır (Abonazel, Mohamed 2015:1-6)

AR (2) testinde, seri korelasyonu olmayan sıfır hipotezini ($E[Vu_{it}Vu_{i,t-2}] = 0$) olumsuzlamasına karşı test etmekle özellikle ilgilenilmektedir. $V\hat{u}_{it} = Vy_{it} - \lambda Vy_{i,t-1}$, (Vu_{it}) örnek tahmini olsun. ($\hat{\lambda}$)'nin içindeki sapma (önyargı) dan dolayı $V\hat{u}_{it} \approx Vu_{it} - BVy_{i,t-1}$ ölçüm bozulmuş olur. Benzer olasılığı ile yer değiştirdiğinde, şunu elde etmekteyiz:

$$E[V\hat{u}_{it}V\hat{u}_{i,t-2}] \approx E[Vu_{it}Vu_{i,t-2}] - BE[Vy_{i,t-1}Vu_{i,t-2}] - BE[Vy_{i,t-3}Vu_{it}] + B^2E[Vy_{i,t-1}Vy_{i,t-3}]$$

(13)

Bowsher (2002) yukarıda açıklanan yanlışlığı ve AR (2) testinin sonuçta ortaya çıkan zayıf gücünün sonlu numuneler için özellikle problemlili olduğunu savunmaktadır. AR (2) test istatistiği alternatif hipotez altında önyargılı bulunabilse de, asimptotik olarak bu önyargı testin performansını etkilemeyecektir - standart hata sıfıra yaklaştığından, test istatistiği önyargının üstesinden gelebilecek kadar kesinleşmektedir. Bununla birlikte, büyük standart hatalara sahip sonlu örneklem bir ortamda sapma, tespit edilmediğinde maliyetli olmaktadır (Abonazel & Mohamed, 2015:1-6)

Önerilen test yöntemimizin arkasındaki sezgi, otoregressive (AR) veya hareketli ortalama (MA) gibi daha genel bir seri korelasyon yapısı altında test istatistiklerini elde etmek için tutarlı tahmin edicilerin kullanılmasını öneren Jung'a (2005) benzemektedir. Bununla birlikte, yaklaşımımız en az üç boyutta farklılık göstermektedir: (i) tutarsızlığa neden olan zamanla değişen bağımsız değişkenleri

göz önünde bulundurarak; (ii) N-A çerçevesinin mikro temelini kullanıyoruz, ki bu seri korelasyon formunda priori bilgi sağlamaktadır; ve (iii) N-A çerçevesi, Jung (2005) kapsamında olmayan bir negatif seri korelasyon oluşturmaktadır.

3.1.3.4. Wald Model Anlamlığı Testi

İstatistiklerde, Wald testi sınırsız tahmin ile hipotez değeri arasındaki, ağırlık tahmininin kesinliği olduğu sıfır hipotezi altında hipotezlenmiş değer arasındaki ağırlıklı mesafeye dayanan istatistiksel parametreler üzerindeki kısıtlamaları değerlendirmektedir. Sezgisel olarak, bu ağırlıklandırılmış mesafe ne kadar büyükse, kısıtlamanın gerçek olması o kadar düşük olmaktadır. Wald testlerinin sonlu örnek dağılımları genel olarak bilinmemekle birlikte, boş hipotezi altında bir asimptotik (χ^2 -dağılım) vardır, bu istatistiksel önemi belirlemek için kullanılabilir bir gerçektir.

Lagrange çarpanı ve olabilirlik oranı testi ile birlikte, Wald testi hipotez testine üç klasik yaklaşımdan birini oluşturmaktadır. Wald testinin diğer ikisine göre bir avantajı, sadece olasılık-oran testine kıyasla hesaplama yükünü azaltan sınırsız modelin tahminini gerektirmesidir. Bununla birlikte, büyük bir dezavantaj, (sonlu örneklerde) boş hipotezin temsilindeki değişikliklerin değişmez olmasıdır; Başka bir deyişle, doğrusal olmayan parametre kısıtlamasının cebirsel olarak eşdeğer ifadeleri test istatistiklerinin farklı değerlerine yol açabilmektedir. Bunun nedeni, Wald istatistiğinin bir Taylor genişlemesinden türetilmiş olması ve eşdeğer doğrusal olmayan ifadeler yazmanın farklı yolları, karşılık gelen Taylor katsayılarında önemsiz farklılıklara yol açmaktadır. Hauck-Donner etkisi olarak bilinen başka bir sapma, tahmini (sınırlanmamış) parametre, parametre alanının sınırına yakın olduğunda binom modellerinde meydana gelebilmektedir - örneğin, sıfıra son derece yakın veya takılmış bir olasılık; Wald testi artık sınırlanmamış ve kısıtlama parametresi arasındaki mesafede monoton olarak artmıyor demektir (Wooldridge & Jeffrey M.2010).

Wald tipi istatistikler, isteğe bağlı bir ağırlık matrisi (W) için GMM tahmincisinin $\hat{\delta}(\hat{W})$ asimptotik normalliğine dayanmaktadır. Formun bireysel katsayıları üzerine basit testler sıfır hipotezi:

$$H_0 = \delta_k = \delta_k^0 \quad (14)$$

asimptotik (t oranı) kullanılarak yapılabilmektedir.

$$t_k = \frac{\hat{\delta}_k(\hat{W}) - \delta_k^0}{SE(\hat{\delta}_k(\hat{W}))} \quad (15)$$

$SE(\hat{\delta}_k(\hat{W}))$, 16. denkleminin köşegen elemanının kareköküdür. Boş hipotez altında, (t-oranı) bir asimptotik standart normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir (Wooldridge & Jeffrey M.2010).

$$\frac{1}{n} a \text{var}(\hat{\delta}(\hat{W})) = \frac{1}{n} (S'_{xz} \hat{W} S_{xz})^{-1} S'_{xz} \hat{W} \hat{S} \hat{W} S_{xz} (S'_{xz} \hat{W} S_{xz})^{-1} \quad (16)$$

Boş hipotez altında, t-oranı asimptotik bir standart normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Formun lineer hipotezi:

$$H_0 = R\delta_0 = r \quad (17)$$

Wald istatistiği kullanılarak test edilebilmektedir:

$$Wald = n(R\hat{\delta}(\hat{W}) - r)' \left[R.a \text{var}(\hat{\delta}(\hat{W})).R' \right]^{-1} * (R\hat{\delta}(\hat{W}) - r) \quad (18)$$

Sıfır hipotez altında, Wald istatistiğinin T serbestlik dereceli sınırlı bir ki-kare dağılımı bulunmaktadır. Dolayısıyla Wald istatistiği, rassal simetrik ve positive kesin ağırlık matrisine (H) dayanan tutarlı ve asimptotik olarak normal GMM tahmincisi (K) için geçerli olmaktadır. Genellikle, Wald istatistikleri (HG) kullanılarak hesaplanmaktadır (Wooldridge & Jeffrey M.2010).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM ARAŞTIRMA BULGULARI VE TARTIŞMA

4.1.BULGULAR

4.1.1. Veri Seti ve Değişkenler

Bu çalışmada 2008–2018 yılları arasında gıda sektöründe yer alan 28 firmanın oran analizlerinin piyasa katma değerindeki etkisi araştırılacaktır. Oran analizinde yer alan en önemli oran grupları borçluluk oranları, kârlılık oranları, likidite oranları ve verimlilik oranları tanınmaktadır. Bu oranların her grubunu bir GMM 2 aşamalı Arellano-Bond yöntemiyle ayrı ayrı analiz edilecektir. Bu araştırmanın verileri KAP sisteminden toplanmıştır. Veriler yıllık finansal raporlardan toplanmıştır. Bu yöntemde kullanılacak modeller Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. GMM Tahmin Modelleri

Borçluluk oranları	$PD_{it} = \alpha + \beta_1 PD_{it-1} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 DUM_{it} + V_{it}$
Kârlılık oranları	$PD_{it} = \alpha + \beta_1 PD_{it-1} + \beta_2 C_{5it} + \beta_3 C_{6it} + \beta_4 C_{7it} + \beta_5 DUM_{it} + V_{it}$
Likidite oranları	$PD_{it} = \alpha + \beta_1 PD_{it-1} + \beta_2 C_{8it} + \beta_3 C_{9it} + \beta_4 C_{10it} + \beta_5 DUM_{it} + V_{it}$
Verimlilik oranları	$PD_{it} = \alpha + \beta_1 PD_{it-1} + \beta_2 C_{11it} + \beta_3 C_{12it} + \beta_4 C_{13it} + \beta_5 C_{14it} + \beta_6 DUM_{it} + V_{it}$

Tablo 3'te gösterilen modelde PD: piyasa değeri, β : değişkenlerin katsayıları, V_{it} : Panel model bozukluğu terimi, DUM: kukla değişken ve C terimleri bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışmanın hipotezleri Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4. Çalışmanın Hipotezleri

Borçluluk oranları	H_0 : Borçluluk oranları firma katma değerini etkilememektedir.
	H_1 : Borçluluk oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Kârlılık oranları	H_0 : Kârlılık oranları firma katma değerini etkilememektedir.
	H_1 : Kârlılık oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Likidite oranları	H_0 : Likidite oranları firma katma değerini etkilememektedir.
	H_1 : Likidite oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Verimlilik oranları	H_0 : Verimlilik oranları firma katma değerini etkilememektedir.
	H_1 : Verimlilik oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Tobin Q oranı	H_0 : Tobin Q oranı firma katma değerini etkilememektedir.
	H_1 : Tobin Q oranı firma katma değerini etkilemektedir.

Araştırmanın modelinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5.Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Bağımlı Değişken: PD Piyasa Katma Değer							
Borçluluk oranları		Kârlılık oranları		Likidite oranları		Verimlilik oranları	
Öz sermaye/Aktifler	C1	Aktif Kârlılık	C5	Cari Oran	C8	Dönen Varlık Devir Hızı	C12
Borç Aktifler	C2	Brüt Kâr Marjı	C6	Likit Oran	C9	Alacak Devir Hızı	C13
Kısa Vade Borç/Aktifler	C3	Öz sermaye Kârlılık	C7	Nakit Oran	C10	Stok Devir Hızı	C14
Finansman Giderler / Net Satış	C4			tobin -Q	C11	Ticari Borç Devir Hızı	C15

Bu araştırmada her bir grup oranları için bir GMM analizi yapılacaktır. tobin Q verimlilik oranları arasında incelenecektir. Modellerde her grup oranı için kullanılan araç değişkenleri tablo 6'da gösterilmektedir. Ayrıca tobin Q oranı likidite oranları ile birlikte test edilecektir.

Tablo 6.Araç Değişkenler

Borçluluk oranları		Kârlılık oranları		Likidite oranları		Verimlilik oranları	
Esas Faaliyet Kâr/Kısa Vade Borçlar	S1	Maliyet/Net Satış	S5	Duran Varlıklar/Aktifler	S7	Aktif Devir Hızı	S9
Borç/Dönen Varlıklar	S2	Net Kâr/Dönen Varlıklar	S6	Stok/Dönen Varlıklar	S8	Faaliyet gider /Net satış	S10
Borç / öz sermaye	S3					Nakit Döndürme Süresi	S11
Kısa Vadeli Fin Borç/Kısa Vadeli Borç	S4						

Kullanılan bağımlı ve bağımsız verilerin istatistik verileri tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7.Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin İstatistik Verileri

	ORTALA MA	MEDYAN	MAX.	MİN.	SAP. TOP.	KARE SAP. TOP.	GÖZLE MLER
PD	4.78E+08	48070000	6.73E+0	0.00000	1.24E+09	3.21E+2	211
C4	19,565	35,580	88,430	-497,500	94,532	1876635	211
C3	60,149	44,280	594,520	1,540	84,271	1491335	211
C2	79,514	61,420	597,500	11,570	94,648	1881227	211
C1	0.074076	0.050000	2,380	-2,130	0.413145	3584469	211
C5	-1,162	0.510000	24,640	-34,240	9,829	22991	239
C6	16,357	17,610	75,780	-35,470	12,964	40001	239
C7	-14,103	1,240	84,120	-477,510	57,652	791050	239
C9	0.750491	0.490000	7,000	0.01000	0.801273	1694980	265
C8	1,400	1,140	12,130	0.07000	1,208	385	265
C11	7,278	0.184507	50,111	0.00000	46,524	571411,0 0	265
C10	0.148113	0.030000	5,100	-0.37000	0.436121	50,21	265
C12	2,128	1,620	18,470	0.01000	2,124	938,50	209
C13	10,098	5,700	366,720	0.20000	28,248	165968,0 0	209
C14	9,383	4,710	309,510	0.09000	22,925	109318,0 0	209
C15	6,080	4,560	79,140	0.06000	6,893	9882761, 00	209

4.1.2.Model Tahmini

4.1.2.1.Birim Kök

Verileri ile analiz yapmadan önce bu serilerin birim kök içerip içermediği yani durağan olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. Durağanlık analizine birim kök testi de denilmektedir. Birim kök sorunu olmayan seri durağan bir seri olarak nitelendirilmektedir. Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması durumunda sahte regresyon problemi ile karşılaşılma ihtimali vardır. Bu durumda regresyon analizi ile elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmamaktadır. Durağan olmayan zaman serileri kullanılarak oluşturulan modellerde bir takım problemler ortaya çıkmakta ve değişkenler arasında mevcut olmayan bir ilişki yanlış yorumlanarak sanki varmış gibi değerlendirilmektedir. Bir serinin durağan olup olmadığının yani birim kök içerip içermediğinin araştırılmasında çeşitli parametrik ve parametrik olmayan testler geliştirilmiştir. Bu çalışmada değişkenlerin durağanlık durumlarını Levin, Lin & Chu Test ile incelenecektir. Tablo 8'de değişkenlerin Birim kök analizi yapılmıştır.

Tablo 8.Birim Kök Test Sonuçları

DEĞİŞKENLER	LEVİN, LİN & CHU İSTATİSTİK	LEVİN, LİN & CHU OLASILIK	DURAĞANLIK FARK DERECEŚİ
PD	25,8979	0.0000	0
C1	-28.5953	0.0204	0
C2	-15.0192	0.0000	0
C3	-9.16613	0.0003	0
C4	-13.2532	0.0001	0
C5	-16,141	0.0000	0
C6	-11,976	0.0000	0
C7	-22,899	0.0000	0
C8	-30,255	0.0000	0
C9	-14,990	0.0000	0

C10	-14,880	0.0000	0
C11	-2,837	0.0023	0
C12	-6,873	0.0000	0
C13	-2,637	0.0042	0
C14	-141,631	0.0000	0
C15	-30,650	0.0000	0
S1	28,595	0.0002	0
S2	-10,302	0.0000	0
S3	-9,166	0.0003	0
S4	-4,816	0.0000	0
S5	-42,511	0.0000	0
S6	-23,584	0.0000	0
S7	-13,860	0.0000	0
S8	-10,203	0.0000	0
S9	-10,258	0.0000	0
D(S10)	-11,127	0.0000	1
S11	-5,770	0.0000	0

Tablo 8’de değişkenlerin birim kök analizi gösterilmiştir. Kullanılan değişkenlerden sadece S10, araç değişken birinci fark ile durağandır. Diğer değişkenler normal düzeyde durağandırlar. Dolayısıyla değişkenleri Tablo 5’te gösterildiği gibi kullanabiliriz.

4.1.2.2.GMM Model Tahmini

Bu çalışmanın analizi GMM 2 aşamalı Arellano-Bond yöntem ile yapılacaktır. Analiz Oran gruplarında yapılmış ve sonuçlar Tablo 7’de toplanmıştır. Böylece GMM Arellano-Bond analizi tablo 9’da gösterilmektedir.

Tablo 9. Panel GMM Yöntem Sonuçları

Değişkenler	Borçluluk oranları		Karlılık oranları		Likidite oranları		Verimlilik oranları	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
<i>PD(-1)</i>	0.342732	0.0000	0.4949	0.0000	0.30892	0.0000	0.40845	0.0000
<i>c1</i>	-266896	0.0000	-	-	-	-	-	-
<i>c2</i>	-223729	0.5147	-	-	-	-	-	-
<i>c3</i>	-19625.6	0.9523	-	-	-	-	-	-
<i>c4</i>	-948135	0.7828	-	-	-	-	-	-
<i>c5</i>	-	-	-21323	0.1123	-	-	-	-
<i>c6</i>	-	-	-89034	0.0000	-	-	-	-
<i>c7</i>	-	-	6233,3	0.0001	-	-	-	-
<i>c8</i>	-	-	-	-	-37566	0.0000	-	-
<i>c9</i>	-	-	-	-	44856	0.0001	-	-
<i>c10</i>	-	-	-	-	-15826	0.0000	-	-
<i>c11</i>	-	-	-	-	-4E+05	0.0000	-	-
<i>c12</i>	-	-	-	-	-	-	-37856	0.0015
<i>c13</i>	-	-	-	-	-	-	-3E+05	0.4987
<i>c14</i>	-	-	-	-	-	-	761260	0.0011
<i>c15</i>	-	-	-	-	-	-	-84218	0.0020
<i>Sargan Test</i>	17,66	0.0898	23,41	0.0539	19,393	0.1114	17,091	0.07237

Tablo 9, GMM 2 aşamalı Arellano-Bond yöntem ile yapılmış analizin sonuçlarını göstermektedir. Bu analizde bağımlı değişkenin birinci Gecikmesi ile yapılmıştır, ayrıca zaman etkisini kontrol etmek için zaman kukla değişkeni kullanılmıştır. Analizde Arellano-Bondun farklı yapı Dönüşüm yöntemi kullanılmıştır. GMM ağırlık matrisine White yöntemi kullanılmıştır.

Sonuç tablosunda borçluluk oranlarından sadece C1 (Öz sermaye/Aktifler) olasılığı 0,05'ten küçük olduğu için sıfır hipotezini reddetmektedir. PD (piyasa katma değeri) ile anlamlı bir ilişkisi vardır. Bu değişkenin katsayısı negatif olduğu

için bu etki negatif bir etki olarak belirlenmiştir. Borçluluk oranlarının diğer oranları C2 (Borç Aktifler), C3 (Kısa Vade Borç/Aktifler) ve C4 (Finansman Giderler / Net Satış) olasılıkları 0,05'ten yüksek olduğu için sıfır hipotezini reddetmemekte, bu oranların Piyasa Değeri değişkenine etkisi yoktur. SARGAN testinin sıfır hipotezi, araç değişkenlerin geçerliliğidir. Borçluluk oranlarının analizinin SARGAN test sonuçlarında, olasılık 0,05'ten yüksek olduğu için sıfır hipotezi kabul etmektedir. Dolayısıyla borçluluk oranların GMM analizinde kullanılan araç değişkenler geçerlidirler.

Tablo 9'da gösterilen kârlılık oranların sonuçlarında sadece C5 (Aktif Kârlılık) olasılığı 0,05'ten yüksektir ve böylece sıfır hipotezi reddedilmedi. Dolayısıyla C5 değişkeninin bağımlı değişken üzerinde bir etkisi yoktur. Kârlılık oranlarının diğer değişkenleri C6 (Brüt Kar Marjı) ve C7 (Öz sermaye Kârlılık)'nin olasılığı 0,05'ten küçüktür ve böylece bu oranlar analizin sıfır hipotezini reddetmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde etkisi vardır. Kârlılık oranlarının SARGAN test sonucu 0,05'ten yüksek olduğu için, kullanılan araç değişkenlerin geçerliliği hipotezini kabul etmektedir.

Likidite oranların sonuçları bağımsız değişkenler C8 (Cari Oran), C9 (Likit Oran), C10 (Nakit Oran) ve C11 (tobin-Q), olasılıkları 0,05'ten küçük olduğunu göstermektedir. Böylece bu oranlar analizin sıfır hipotezini reddetmektedir. Dolayısıyla bu oranların hepsinin bağımlı değişken ile ilişkisi vardır. C9 değişkeninin katsayısı pozitif olduğu için, bağımlı değişkene etkisi pozitifdir demektir. Diğer değişkenlerin katsayısı negatif olduğu için bu etki negatif bir ilişkidir.

Verimlilik oranlarının sonuçlarında C13 (Alacak Devir Hızı) değişkeninin olasılık değeri 0,05'ten yüksektir, dolayısıyla bu değişken analizin sıfır hipotezini reddetmedi, böylece C13 değişkeni PD değişkeninin üzerine bir etkisi yoktur. Verimlilik oranların diğer değişkenleri C12 (Donen Varlık Devir Hızı), C14 (Stok Devir Hızı)ve C15 (Ticari Borç Devir Hızı)'nin olasılık değerleri 0,05'ten küçük olduğu için, bu değişkenler sıfır hipotezi reddetmektedirler. Dolayısıyla C12, C14 ve C15 değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde etkileri vardır. C12 ve C15 değişkenlerin katsayıları negatif olduğu için bağımlı değişkenin üzerinde etkileri negatif yönde bir ilişkidir. C14 ise, katsayısı pozitifdir, dolayısıyla bu değişkenin bağımlı değişken ile pozitif yönde ilişkisi vardır.

4.1.2.3. Arellano-Bond Seri Korelasyon Testi

Arellano-Bond Seri Korelasyon Testi, sıfır hipotezi verilerin kendi kendine korelasyonunun olmadığını göstermektedir. Arellano ve Bond, GMM'nin tahmininde hatalı cümlelerin birinci dereceden seri bağlara sahip olması gerektiğini ve ikinci dereceden seri otomatik korelasyonun olmaması gerektiğini gösterdi. Tablo 10'da Arellano-Bond Seri Korelasyon Testinin sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 10. Arellano-Bond Seri Korelasyon Testi Sonuçları

TESTİN GECİKMESİ	M- STATİSTİK	SE(RHO)	OLASILIK	GÖZLEMLER
<i>BORÇLULUK ORANLARI AR(2)</i>	-0.063812	7E+20	0.9491	129
<i>KARLILIK ORANLARI AR(2)</i>	-0.000136	1E+22	0.9999	155
<i>LİKİDİTE ORANLARI AR(2)</i>	-0.069942	1E+20	0.9442	144
<i>VERİMLİLİK ORANLARI AR(2)</i>	-0.000064	5E+23	0.9999	147

Borçluluk oranlarının olasılık değeri 0,05'ten yüksek olduğu için sıfır hipotez, yani kalıntı terimlerin birinci farkının ikinci derece seri otokorelasyonu, olmadığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla borçluluk oranların kalıntı terimlerin birinci farkının ikinci derecede seri otokorelasyonu yoktur.

Kârlılık oranları, likidite oranları ve verimlilik oranlarının Arellano-Bond test olasılık değerleri 0,05'ten yüksek olduğu için sıfır hipotez reddedilmemektedir. Dolayısıyla bu oranların kalıntı terimlerinin birinci farkı ikinci derecede seri otokorelasyonları yoktur.

4.1.2.4. Wald Test

Wald testi, bağımsız değişkenlerin eşzamanlı olarak anlamlı etkilerini incelemek için kullanılacaktır. Bu test, bağımsız değişkenlerin sayısına ek olarak sabit bileşen eksi serbestlik derecelerine sahip GMM istatistiklerine sahiptir. Bu testin sıfır hipotezi, tüm katsayıların sıfırdır. Ana testte istatistiklerin olasılığı 0.05'ten az ise, bu testin sıfır hipotezi reddedilir ve bağımlı değişken üzerindeki

bağımsız değişkenlerin etkili olduğu ve tüm modelin geçerliliği doğrulandığı sonucuna varılabilir.

Tablo 11. Wald Test Sonuçları

	<i>Değer</i>	<i>Olasılık</i>
<i>Wald Chi-square</i>	607,074	0.0000

Wald testinin sonuçları olasılığın 0,05'ten düşük olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla testin sıfır hipotezi reddedilmektedir ve böylece bağımlı değişken üzerindeki bağımsız değişkenlerin etkili olduğu ve tüm modelin geçerliliği doğrulandığı sonucuna varabiliriz.

BEŞİNCİ BÖLÜM SONUÇ

5.1.SONUÇ

Bir şirketin sağlam bir platformuna dayanan uzun vadeli sürdürülebilirlik, büyüme, gelişme, iyi kararlar ve olağanüstü performans gerektirir. Temel olarak, bir şirketin veya işletmenin kritik değerlendirmesi, yönetim ekiplerinden, danışmanlardan veya yatırımcılardan paydaş olarak gelebilir. Ayrıca, uzun vadeli refahın sürdürülebilmesi için, şirketler işlerini finansal analizlerden elde edilebilecek güvenilir ve doğru verilere dayandırmalıdır.

Yüksek getiri ve düşük risk ile en iyi fırsatı seçmek için; yatırımcının mali sağlık ve finansal performansını belirlemek için şirketin finansal raporlaması hakkında daha fazla bilgiye ihtiyacı var. Bir firmanın iç bilgisi, bilanço tablosu, nakit akışı tablosu ve gelir tablosu gibi finansal tablolarını içerirken, bir şirketin dış bilgileri borsada mevcuttur. Bu tür iç veya dış bilgiler, yatırımcının piyasadaki borsa getirisini belirlemek için karar vermesini etkileyebilir.

Oran analizi, bir kuruluşteki performansı izlemek, ölçmek ve iyileştirmek için gerçek bir araç olarak kullanılmıştır. Bu nedenle, çalışma oran analizi kullanarak organizasyon performansını ölçmek için bir araç olarak incelemektedir. Ayrıca, finansal performansı değerlendirmek amacıyla kilit ilişkiler ve sonuçlar oluşturmak amacıyla oran analizi sırasında iç ve dış finansal raporların uygunluğunu tespit etmektedir.

Bu çalışmada finansal oranların Borsa İstanbul'da gıda sektöründe yer alan firmaların piyasa katma değerindeki etkisi incelenmiştir. Bu analiz GMM 2 aşamalı Arellano-Bond yöntem ile yapıldı. Bu analizin sonuçlarına göre, oranlar bağımsız değişkenler olarak bağımlı değişkeni (piyasa katma değer) etkiliyorlardır.

Oranlardan borç aktifler, kısa vadeli borç/aktifler oranı, finansman giderler/net satış oranı, aktif kârlılık oranı ve alacak devir hızı oranı bağımsız değişkeni etkilemiyor. Tablo 12’de analizin sonuçları özet olarak gösterilmektedir.

Tablo 12. Sonuç Tablosu

Bağımlı değişken: Firmanın Piyasa Katma Değer

C1	Öz sermaye/Aktifler	ETKİLİYOR
C2	Borç Aktifler	ETKİLEMİYOR
C3	Kısa Vade Borç/Aktifler	ETKİLEMİYOR
C4	Finansman Giderler / Net Satış	ETKİLEMİYOR
C5	Aktif Karlılık	ETKİLEMİYOR
C6	Brüt Kar Marjı	ETKİLİYOR
C7	Öz sermaye Karlılık	ETKİLİYOR
C8	Cari Oran	ETKİLİYOR
C9	Likit Oran	ETKİLİYOR
C10	Nakit Oran	ETKİLİYOR
C11	Tobin-Q	ETKİLİYOR
C12	Donen Varlık Devir Hızı	ETKİLİYOR
C13	Alacak Devir Hızı	ETKİLEMİYOR
C14	Stok Devir Hızı	ETKİLİYOR
C15	Ticari Borç Devir Hızı	ETKİLİYOR

Bu çalışmada gıda sektöründe yer alan firmalarda piyasa katma değerini etkileyen finansal oranlar bulundu. Bu sonuçlar yatırımcıları gıda sektöründe yatırım yapmak için doğru finansal analiz yapmalarında yardımcı olacaktır. Ayrıca firmaların yönetim bölümleri firmaların finansal oranlarına dikkat ederek firmaların yönetimlerinde daha performanslı olabilirler. Böylece çalışmanın kabul edilen hipotezleri tablo 13’te gösterilmektedir.

Tablo 13.Çalışmanın Hipotez Sonuçları

Borçluluk oranları	H_0 : Borçluluk oranları firma katma değerini etkilememektedir.
Karlılık oranları	H_1 : Karlılık oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Likidite oranları	H_1 : Likidite oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Verimlilik oranları	H_1 : Verimlilik oranları firma katma değerini etkilemektedir.
Tobin Q oranı	H_1 : Tobin Q oranı firma katma değerini etkilemektedir.

Son olarak, sonuçlar gıda şirketlerine, yatırımcılara, yasal düzenlemelere ve standart belirleme kurumlarına önemli etkiler sağlamaktadır. Bu araştırma çalışmasında, gıda sektörü firmalarının değerini etkileyen finansal performans faktörlerini araştırdık. Bu çalışma sırasındaki tartışma ve bulgulara dayanarak aşağıdaki sonuçlar ve öneriler çıkarılmıştır:

1. Borçluluk oranlarından sadece özsermaye / aktifler oranı firma değerini etkiliyor ve ilişki negatif bir ilişkidir.
2. Kârlılık oranlarından aktif kârlılık, firma değeri değişkenini etkilememektedir ve brüt kâr marjı oranı ve özsermaye kârlılık oranı firma değerini etkilemektedir.
3. Likidite oranlarından, cari oranı, likit oranı ve nakit oranı firma değerini etkilemektedir.
4. Tobin Q oranı firma değeri değişkenini etkilemektedir.
5. Verimlilik oranları, alacak devir hızı firma değeri değişkenini etkilememektedir, dönen varlık devir hızı, stok devir hızı ve ticari borç devir hızı firma değerini değişkenini etkilemektedir.
6. Oran analizi, işletme performansını ölçmek için öngörücü bir araç olarak kullanılabilir bir finansal analiz aracıdır.

7. Oran analizi, bir şirketin güçlü ve zayıf yönlerini göstermek için kullanılabilir.
8. Yönetim kontrolü kararları, yatırım kararları ve kredi kontrolü amacıyla oran analizi yapılması gerekmektedir.
9. Bir şirketin bir süredir iyileştirilmediğini veya finansal olarak kötüleştiğini belirlemek için oran analizi yapılması gerekir.
10. Bir şirketin endüstri içinde istenen standarda uyup uymadığını belirlemek için oran analizi kullanılabilir.
11. Kârlılık oranları bir şirketin yönetiminde faydalıdır. Bir şirketin kârlılığını ve bir şirketin kaynaklarını kullanımdaki etkinliğini belirlemek için kullanılırlar. Bu nedenle, aşağıdaki önerilerde bulunulmuştur.
12. Oran analizi, yönetim faaliyetlerinin bir bölümünü oluşturmalı ve bir şirketin güçlü ve zayıf yönlerini ortaya çıkarmak için periyodik olarak hesaplanmalıdır.
13. Oranlar yönetim tarafından şirketin kârlılığını ölçmek ve şirketin finansal faaliyetlerini aynı sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırmak için kullanılmalıdır. Bu, şirketin endüstri tarafından istenen standarda uyup uymadığını belirlemeye yardımcı olur.
14. Yatırımcılar, onlara ne kadar bölünmüş tahakkuk edeceklerini belirlemek için yatırım oranlarını kullanmalıdır.
15. Alacaklıların ve kredi sağlayıcıların, kredi vermeden önce şirketin likiditesini kontrol etmeleri önerilir. Bu nedenle, cari oran ve hızlı varlık oranı gibi oranları dikkate almalıdırlar.
16. Bir kuruluşun çalışanları, uzun vadeli ödeme gücü ve likidite oranları gibi oranlarla ilgilenmelidir. Bu, çalışanların işlerinin güvenliğini bilmesini ve ölçmesini sağlamaktadır.
17. Bu analizler sonucunu yatırım için dikkate aldığımızda, finansal durumları daha iyi firmaları, değerine göre daha düşük fiyatlarda işlem gören hisseleri seçerek daha kârlı bir yatırım ve daha düşük bir risk yaptığımızdan emin olabiliriz.
18. Firma yönetimi analiz sonuçlarını dikkate aldığında firmanın piyasadaki değerinin üzerinde daha iyi yönetim yapabilirler.
19. İşletmelerin oran analizi ile varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı, kârlılık durumunun firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı, oran analizlerinden çıkan sonuçlara göre söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Abarbanell, J., and B. Bushee. 1997. “*Fundamental analysis, future earnings and stock prices.*” *Journal of Accounting Research* 35 (1): 1-24.
- Abonazel, Mohamed R. (2015). R-codes to calculate GMM estimations for dynamic panel data models, Forthcoming in: pp.1-6.
- Adams, M. and M. Buckle. (2003). *The determinants of corporate financial performance in the bermuda insurance market.* *Applied Financial Economics*, Routledge, 13(2):133-143.
- Akdoğan, N. Tenker, N.(1998). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 6.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.17-28
- Akdoğan, N. ve Sevilengül, O. (1999). *Türkiye Muhasebe Standartlar ile Uyumlu Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması*, 9. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.268
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 11. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.360
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, 6. Baskı, İstanbul, ss.255-256
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, Yenilenmiş 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, ss.19
- Akgüç, Ö. (2013). *Mali Tablolar Analizi*, 15. Baskı, Arayış Yayınevi, İstanbul, ss.12-15,41-44
- Allozi, N.M. ve Obeidat, G.S. (2016). *The Relationship between the Stock Return and Financial Indicators (Profitability, Leverage): An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Amman Stock Exchange*, *Journal of Social Sciences*, 5(3), 408-424.
- Alsü, E. (2017). *Sermaye yapısının kârlılık üzerindeki etkisi: BIST 100 üzerine panel veri analizi.* *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 16(2):303,312

- Anderson, T. W., Hsiao, C., (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American statistical Association* 76, pp.598-606.
- Andri, R. and Hanung, T., (2007). Analysis of Factors Affecting the Quality of Earnings and Firm Value. *Paper Presented at the National Accounting Symposium X*. Makassar: July 26-28
- Arellano, M., and S. Bond (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations," *Review of Economic Studies*, pp.58, 277-297.
- Arkan, F. (2010). *Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, ss.23
- Ataman, Ü. ve Kibar, H. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, ss.85
- Ayrıçay, Y., ve Türk, V. E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi; BIST'te Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:64, 53-70.
- Baran, D. (2001). *Management Analyst*. Bratislava: ES STU, ss.30-31
- Bayrakdaroğlu, A ve Ege, İ. (2008). *Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI) Yöntemi ile İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Performanslarının Analizi*, *Muhale Soysal İşletmecilik Konferansı*, ODTÜ İşletme Bölümü, 10 Şubat, ss.7-9
- Bayrakdaroğlu, A. ve Ünlü, U. (2009). *Performans değerlemede EVA ve MVA ölçütleri: bu ölçütler açısından İMKB ve NYSE'nin karşılaştırmalı analizi*. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1): 287-312.
- Brigham, E. and Houston, J.F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*. New York: The Dryden Press, pp.32
- Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi; İMKB de bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46:74-83.

- Binti, M. and Binti, M. S.(2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 5(11), pp 140-147.
- Budi, E. S. and Rachmawati, E.N. (2014). Analisis pengaruh return on equity, debt to equity ratio, growth, dan firm size terhadap price to book value pada perusahaan property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akutansi I* 22, pp.41-60.
- Bowsher, C.G. (2002). ‘On testing overidentifying restrictions in dynamic panel data models’, *Economics Letters*, Vol. 77, pp. 211–220.
- Bolak, M. (2000). *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul, ss.30-41,251-253
- Bozsık, S. and Szeman, J. (2005). Using VAR to determine the value of a company. club of economics in Miskolc, theory methodology practice, *Club of Economics in Miskolc* (3): 9-15.
- Brown, G. (2011). *Business Valuation, Theory and Practice*. Globusz Publishing, pp.4
- Capiński, M. and Patena, W.(2009). *CompanyValuation-Value, Structure, Risk*, National-Louis University –Nowy Sacz School of Business, Poland, pp.19
- Ceylan, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Gözden Geçirilmiş 7. Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, ss.37,39,46
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. 1. Baskı, Avcıol Basım Yayın. İstanbul.
- Csath, M. (2007). The competitiveness of economies: different views and arguments. *Society and Economy*, 29(1), 87-102.
<http://dx.doi.org/10.1556/SocEc.29.2007.1.4>.
- Çelik, O. (2002). *İşletmelerde bir performans ölçütü olarak ekonomik katma değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş. 'de uygulanması*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırmaları Merkezi, Tartışma Metinleri, Ankara, ss.3

- Çenber, Ç. (2018). *Çok Kriterli Karar Verme İle Finansal Performansın Belirlenmesi: Halka Açık Kurumsal Şirketler Üzerine Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uşak.
- Damodaran, A. (2006). Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. Stern School of Business, vol 1 No:8: pp.1
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Technique for Determining the Value of Any Asset*. Canada: Wiley Finance, pp.10
- Dirie, M. A. (2017). *Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi İle Belirlenmesi; Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Doğan, M., ve Elitaş, B. L. (2014). *Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: Borsa İstanbul Gıda Sektörü Üzerine Bir İnceleme*. World of Accounting Science, 16(2):1-14
- Doğan, M., ve Topal, Y. (2016). *Karlılığı belirleyen finansal faktörler: BİST'te işlem gören imalat sanayi firmaları üzerine bir araştırma*. Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 3(1): 53-64.
- Emrem, E. (2004). *Entelektüel sermaye ve bileşenlerinin kavramsal analizi*, Endüstri ilişkileri ve İnsan Kaynaklar Dergisi, 6(1): 1-12.
- Ercan, M. K. ve Üreten, A. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss.123,128
- Erdoğan, D. C. (2015). *Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Finansal Performansına Etkisi: BİST 100 Üzerine Bir Araştırma*. Şırnak Üniversitesi Yayınları.
- Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods The Most Common Errors in Valuations*. IESE Business School, University of Navarra, Working Paper No: 449.

- Ganto. (2008). Effect of Company Financial Performance on Stock Returns on the Indonesia Stock Exchange. *Media Research Accounting, Auditing and Information*. 8 (1): 85-96.
- Gilson, S.C., Hotchkiss, E. S. and Ruback, R.S., (1998), Valuation of Bankrupt Firms, Harvard Business School Working Paper, No. 99-064.
- Güloğlu, B., Uyar, U. ve Kangallı Uyar, S. G., (2016). Dynamic Quantile Panel Data Analysis of stock returns Predictability, *International Journal of Economics and Finance*, vol.8, edit.2, Pagina's:115-126
- Gürbüz, A. O. ve Erginçan Y., (2004). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, 1. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul, ss.15
- Hasan, T. A. (2017). *Erbil de ki (Irak) Ticari Bankaların Finansal Performansının Denetiminde Kurumsal Yönetimin Rolü*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bingöl.
- Hilaloğlu, U. (2019). *Kurumsal Yönetimin Ve Finansal Performansın TOPSIS Yöntemi İle Skorlanması Ve Panel Veri Analizi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Altınbaş Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hutchinson, James (2010), "Long term debt to equity ratio of a business: understand a company's value to its investors and owners", *Journal of long term debt to equity ratio*, pp.40
- Iswatia, S., & Anshoria, M. (2007). The Influence of Intellectual Capital to Financial Performance at Insurance Companies in Jakarta Stock Exchange (JSE), *Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference*, Melbourne, Australia.
- İstanbul YMM Odası Raporu. (2008). *Defter Değerinin Hesaplanması*, ss.16
- Jennergren, L. P. (2008) Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. *European Journal of Operational Research*, 185(3), 1548–1563.

- Kalaycı, Ş., Karataş, A. (2005). "*Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: IMKB'de Bir Temel Analiz Araştırması*". Muhasebe ve Finansman Dergisi, ss.146-158
- Kale Korkmaz, T. (2003). *Ekonomik katma değer-EVA nedir? Active Bankacılık ve Finans Dergisi. 2: 1-14.*
- Karadeniz, E. ve Beyaz, F. S.(2018) *Yiyecek İçecek Endüstrisinin Finansal Performansının Analizi: Türkiye Ve Avrupa Ülkeleri Karşılaştırması. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, 15(3), 639-656.*
- Keleş, H.İ., (2015), *Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul (BİST)'Da İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Araştırma*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Düzce Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Düzce.
- Koçak, M. (2018). *Türkiye'de Ticari Bankaların Finansal Performansının Oran Analizi Yöntemiyle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi: Seçilmiş Kamu, Özel Ve Yabancı Sermayeli Bankaların 2011-2016 Dönemi Performans Analizine Yönelik Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Türk Hava Kurumu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kepez, M. (2006). *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine (İNA) Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemi 'ne Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, ss.188
- Kilislioğlu, İ. (2008). *Zarar eden firmaların değerlendirilmesi*, Ankara Üniversitesi Yüksek Lisans İşletme Değerlemesi Dersi, Araştırma notu, ss.2
- Kurtuldu, A. (2007). *Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması*, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hastane İşletmeciliği Bilim Dalı, ss.59
- Kutukız, D. ve Tunçbilek, M. (2007). Küreselleşme sürecinde firma değeri ve yönetim sürecindeki değişimler, *Journal of Azerbaijani Studies. 18-26.*

- Levent, G. (2016). *Kalite Yönetimi Uygulamalarının Firmaların Finansal Performansına Etkisinin Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Liargovas, P. & Skandalis, K. (2008). Factor affecting firms financial performance the case of Greece, *University of Peloponnese, Department of Economics*, pp.7
- Mahendra, (2011). Mahendra. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen sebagai Variabel Sedang) Di Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Karangan. *Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro*. Semarang. [http // eprints.undip.ac.id / 24067/1 / MAHENDRA.PDF](http://eprints.undip.ac.id/24067/1/MAHENDRA.PDF). Diakses 20 April 2014. Halaman.81-89.
- Manzoni, A. (2007). A new approach to performance measurement using data envelopment analysis: implications for organisation behaviour, corporate governance and supply chain, *Victoria Universit*. pp.11 Retrieved from <http://vuir.vu.edu.au/1530/>.
- Mohamed, M. H. (2015). Financial statement analysis in the airline industry: A comparative study on Turkish Airlines and Royal Dutch Airlines (KLM), Doctoral dissertation, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, pp.80-81
- Molyneux, P. & Thornton, J. (1992). Determinants of European bank profitability: A note. *Journal of banking & Finance*, 16(6): 1173-1178.
- Naceur, S. B., & Goaid, M. (2001). The determinants of the Tunisian deposit banks' performance. *Applied Financial Economics*, 11(3): 317-319.
- Namisi, R.N. (2002). *Board of Directors Composition, Team Processes and Organizational Performance of Selected Financial Institutions in Uganda*. Unpublished Research Dissertation, Makerere University, pp.44
- Nickell, S.J., (1981). Biases In Dynamic Models With Fixed Effects, *Econometrica*, 49(6): 1417-26

- Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of accounting studies*, 6(1):33-38.
- Okur, S. (2001). Şirket değer tespit metotlarından indirgenmiş nakit akımları ve pratikte uygulaması. *Active Bankacılık Dergisi*, 2:5-12.
- Osburn, D., Schneeberger, K., Ljutić, B. (2015), *Moderni agrobiznis menadžement*. Beograd: Ekonomski institut, pp.273-274
- Uluyol, O., & Türk, V. E. (2013). Finansal rasyoların firma değerine etkisi: BIST'te bir uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 15(2):365-384.
- Öztürk, M.B. (2004). Finansal performansın ölçülmesinde alternatif bir yöntem: ekonomik katma değer, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(3-4): 351-368.
- Polat, M. (2016). *Ar-Ge Yatırımlarının Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Bist'te İşlem Gören İmalat Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Atatürk University, Erzurum.
- Putri, D.A. 2013. Pengaruh invesmen opportuniti set, kebijakan utang dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, *Jurnal manajemen* vol.2, no.02.
- Robinson, T., Henry, E., Pirie, W., Broihahn, M. (2015), *International Financial Statement Analysis*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, pp.33-34
- Sak, A. F. (2018). *Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksindeki Firmalar Üzerinde Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.
- Serin, G. R. (Eylül-Ekim 2004). Nakit Akış Bazında Firma Değerlemesi. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. 1-13.
- Stewart, T. A. (1997). *Entelektüel Sermaye: Kuruluşlarını Yeni Zenginliği*. Zülfü Dicleli-Nurettin Elhüseyni(Çev), Mess Yayınları, İstanbul, ss.26

- Singh, S., Cabrilo, S. (2007), Analysing the effect of critical variables on the economic growth of a developing economy. *Poslovna ekonomija*, 2(2): 27-44.
- Sinha, G. (2012), In: Ghosh AK, editor. Financial Statement Analysis. Eastern Economy Edition. New York: Prentice Hall of India Private Limited, pp.25
- Şavk, M. (2013). *Yabancı Sermayeli Bankaların Türk Bankacılık Sektöründeki Rolü: Türk Bankalarının Finansal Performansına Etkileri*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- TSPAKB. (2008). *Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitim Notları, ss.116
- Yalçiner, K., Atan M. ve Boztosun D. (2005), “Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki”, *Muhasebe Finansman Dergisi*, Sayı: 27, 176-187.
- Yalkın, Y. K. (1998). *Genel Muhasebe İlkeler-Uygulamalar Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulamaları*, Gözden Geçirilmiş 11. Basım, Turhan Kitabevi, Ankara, ss.234
- Yıldız, F. (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, ss.46
- Wooldridge, J. M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press. Chapter 10.

ÖZGEÇMİŞ

İbrahim ASLAN 1989 yılında Şanlıurfa da doğdu. Gaziantep Üniversitesi İşletme bölümünden 2014 yılında mezun oldu. Emniyet Müdürlüğünde çalışmaktadır.



VITAE

İbrahim ASLAN was born in 1989 Şanlıurfa. He graduated from the department of business administration in 2014. He is working in a police department.