

# İşletmelerin Piyasa Değerinin Karlılığa Etkisi: Bist Banka Dışı Likit 10 Endeksinde Bir Uygulama

M. A. İbrahim Sarıay<sup>1</sup>

## Özet

Küreselleşme ile birlikte ülke ekonomilerinin ve finansal piyasaların birbirlerine entegre olmaları, geleneksel işletme yönetimi anlayışının yetersiz kalmasına ve yeni modellerin ortaya konulmasına neden olmuştur. Günümüzde bilgi, işletmeler için mal ve hizmet üretiminde kullanılan geleneksel üretim faktörlerinden çok daha önemli bir faktör haline gelmiştir. Toplumların gelişim aşamaları incelendiğinde, tarım toplumunun yerini sanayi toplumu, sanayi toplumunun yerini ise bilgi toplumu almıştır. Bilgi çağı olarak nitelendirilen bu dönemde, finansal piyasaların entegrasyonu ve borsaların oluşumu, işletmelerin piyasa değerlerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamış ve işletmelerin bir bütün olarak piyasada değerlerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır. İşletmelerin piyasa değerlerinin öneminin yükselmesine karşın, muhasebe sistemi aracılığıyla sundukları finansal tablolarında piyasa değerleri yer almamaktadır. Dolayısıyla, işletmelere yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıların ve diğer bilgi kullanıcılarının alacakları finansal kararlarda, işletmelerin piyasa değerinin finansal tablo verileriyle hesaplanan ve finansal performansın incelenmesinde kullanılan karlılık oranları üzerinde bir etkisi olup olmadığını değerlendirebilmesi sorunu gündeme gelmektedir. Bir başka ifade ile, işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisi dikkate değer bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda çalışmada, işletmelerin piyasa değerinin karlılık üzerindeki etkisini incelemek üzere piyasa değerini diğer işletmelere göre çok daha iyi yansıtması nedeniyle, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören, en yüksek piyasa değerine sahip olan ve banka dışı 10 işletmeden oluşan BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmeler ele alınmıştır.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Aksaray Üniversitesi Sağlık Bilimleri Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, ibrahimsariay@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4632-3289

## 1. GİRİŞ

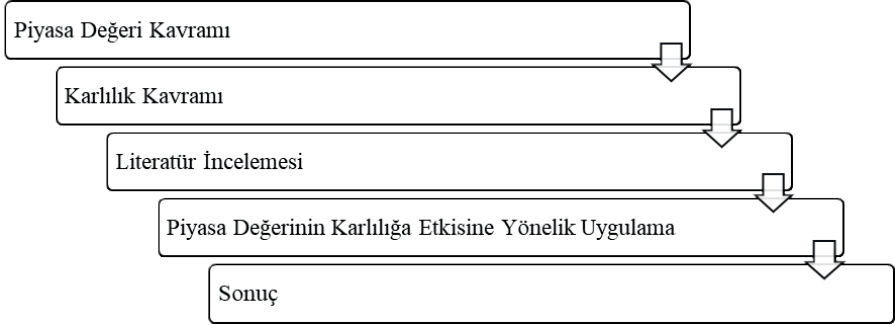
Küreselleşme ile birlikte ülke ekonomilerinin ve finansal piyasaların birbirlerine entegre olmaları, geleneksel işletme yönetimi anlayışının yetersiz kalmasına ve yeni modellerin ortaya konulmasına neden olmuştur. Günümüzde bilgi, işletmeler için mal ve hizmet üretiminde kullanılan geleneksel üretim faktörlerinden çok daha önemli bir faktör haline gelmiştir. Toplumların gelişim aşamaları incelendiğinde, tarım toplumunun yerini sanayi toplumu, sanayi toplumunun yerini ise bilgi toplumu almıştır. Bilgi çağı olarak nitelendirilen bu dönemde, finansal piyasaların entegrasyonu ve borsaların oluşumu, işletmelerin piyasa değerlerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamış ve işletmelerin bir bütün olarak piyasada değerlerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır.

Topumlarda ve ekonomilerde ortaya çıkan bu dönüşüm, işletmelerin sahip olduğu finansal değerlerin yapısında da değişiklikler meydana getirmiştir. Günümüzde sadece bir bilgisayar ve internet ağı ile faaliyetlerine başlayan işletmelerin, orta ölçekli bir ülkenin ekonomisinden çok daha büyük piyasa değerlerine ulaşarak uluslararası işletmeler haline geldiği görülmektedir. Bu bağlamda bilgi çağında, işletmelerin sahip olduğu maddi varlıkların önemi azalırken piyasa değerlerinin önemi artmıştır. Örneğin; Apple, Microsoft ve Google gibi işletmelerin piyasa değerleri trilyon doların üzerinde gerçekleşirken, muhasebe değeri olarak ifade edilen defter değerleri ise piyasa değerlerinin oldukça altında kalmıştır. Apple işletmesinin defter değeri 50,672 milyar dolar iken, bu işletme 2022 yılı başında piyasa değeri 3 trilyon doları geçmeyi başaran ilk işletme olmuştur.

İşletmelerin piyasa değerlerinin öneminin yükselmesine karşın, muhasebe sistemi aracılığıyla sundukları finansal tablolarında piyasa değerleri yer almamaktadır. Dolayısıyla, işletmelere yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıların ve diğer bilgi kullanıcılarının alacakları finansal kararlarda, işletmelerin piyasa değerinin finansal tablo verileriyle hesaplanan ve finansal performansın incelenmesinde kullanılan karlılık oranları üzerinde bir etkisi olup olmadığını değerlendirebilmesi sorunu gündeme gelmektedir. Bir başka ifade ile, işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisi dikkate değer bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda çalışmada, işletmelerin piyasa değerinin karlılık üzerindeki etkisini incelemek üzere piyasa değerini diğer işletmelere göre çok daha iyi yansıtması nedeniyle, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören, en yüksek piyasa değerine sahip olan ve banka dışı 10 işletmeden oluşan BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmeler ele alınmıştır.

Çalışmada piyasa değeri ve karlılık kavramları ele alındıktan sonra ilgili literatür incelenmiştir. BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan 10 işletmenin 2019-2022 dönemine ilişkin piyasa değerleri ile karlılık oranları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla bir uygulama gerçekleştirilmiş ve bu çalışmada gerçekleştirilen uygulamadan elde edilen bulgular ile literatürde yer alan çalışmalardan elde edilen bulgular karşılaştırılarak yorumlanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın; işletmelerin karlılık oranları çerçevesinde finansal kararlar alan bilgi kullanıcılarına, işletmelerin piyasa değerlerini de dikkate alıp almamaları konusunda önemli bilgiler sunacağı ve bu anlamda literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca, literatür incelendiğinde karlılığın işletmelerin piyasa değeri üzerindeki etkisine yönelik çok sayıda çalışma yapıldığı ancak, farklı bir bakış açısıyla piyasa değerinin karlılık üzerinde bir etkisi olup olmadığını inceleyen çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Dolayısıyla, bu anlamda literatüre katkı sağlamak amaçlanmıştır. Çalışmanın organizasyonu Şekil 1'de sunulmuştur.

*Şekil 1. Çalışmanın Organizasyonu*



## 2. PİYASA DEĞERİ

İşletmelerin değeri için farklı bakış açısı ve amaca göre çok sayıda değer tanımı yapılmasına karşın, işletme değeri ifadesinden anlaşılan özellikle finansal anlamda işletmenin uygun piyasa değeridir. Bir varlığın, zorlayıcı bir etkiyle karşı karşıya olmaksızın, piyasada bulunan unsurların değerine etki edecek bütün bilgilere sahip, istekli alıcı ve satıcı kişi veya kişiler arasında el değiştirdiği fiyata uygun piyasa değeri denilmektedir. Uygun piyasa değerinin tanımında yer alan varlık, işletme değeri açısından işletmenin bir bütün olarak kendisini ifade etmektedir. Taraflardan birinin varlığın el değiştirmesi sürecinde yer aldığı tasfiye ya da birleşme gibi işlemlerde ortaya çıkan değer, işletme değerini ortaya koymasına karşın, buradaki işletme değeri varlığın ya da işletmenin uygun piyasa değerini göstermemektedir.

İşletme değeri, değer kavramının ekonomik yapısına göre incelendiğinde, maliyetin ya da faydanın bir diğer ifade ile işletme için oluşturduğu nakit akışlarının veya karın bir unsuru olarak tanımlanmaktadır (Ertuğrul, 2008: 147-148). İşletme değeri, tanımın yapıldığı amaca göre değişiklik göstermesi nedeniyle, genel olarak hangi amaçla, neyin, kim için, ve nasıl değerlendirildiğine bağlıdır (Pereiro, 2002: 34).

Piyasa değeri, herhangi bir varlığın piyasa koşullarındaki arz ve talep dengesine göre ortaya çıkan değeridir. Borsa değeri olarak da ifade edilen piyasa değeri, hisse senetleri borsada işlem gören, halka arzı gerçekleştirmiş bir işletmenin hisse senetlerinin piyasada oluşan değeridir (Ercan vd., 2006: 5). İşletmelerin borsada işlem gören hisse senetleri, piyasa değerinin ortaya çıkmasında önemli faktörlerden biridir. İşletmelerin bilançolarında (finansal durum tabloları) yer alan öz kaynaklar içerisindeki ödenmiş sermayeleri, işletmelerin borsada işlem gören toplam hisse senedi sayısını göstermektedir. Böylece, işletmelerin borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatı ile hisse senetlerinin toplam sayısını ifade eden ödenmiş sermayelerinin çarpılması ile işletmelerin piyasa değerleri belirlenmektedir. Defter değerlerine göre piyasa koşullarında ortaya çıkan piyasa değerleri kıyaslanarak işletmelerin finansal performansları hakkında analizler yapılabilmektedir. İşletmenin varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki fark olan öz kaynaklar, defter değeri olarak ifade edilmektedir. Genel olarak, işletmenin faaliyetleri sonucunda karlılığı düzenli değilse veya sürekli zarar ediyorsa piyasa değerinin defter değerine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir. Dolayısıyla potansiyel yatırımcılar, yatırımlarından beklediği kara ulaşabilmek için yüksek karlılığı olan işletmelere yönelmektedir. Defter değeri bir başka ifade ile muhasebe değeri, yatırımcılara işletmenin geleceği konusunda bir projeksiyon sağlarken, piyasa değerinin de karlılıkla birlikte artış göstereceği beklenmektedir. Benzer şekilde işletmelerin kurumsal yapısı, marka değeri ve finansal durumunun bir bütün olarak işletmeye yansımaları olarak ortaya çıkan piyasa değerinin yükselmesinin, karlılığı olumlu yönde etkileyeceğini ifade etmek mümkündür. Bu nedenle, yatırımcıların nihai amacı kar elde etmek olduğu için işletmelerin hem defter değerlerini hem de piyasa değerlerini analiz ederek finansal kararlar almaları gerekmektedir.

Borsada her hangi bir fiyatın oluşabilmesi, alıcı ve satıcının kendi çıkarlarını gözeterek şekilde hareket edebilmelerine bağlıdır. Piyasa koşullarında oluşan arz ve talep değişiklikleri ve makroekonomik göstergelerde meydana gelen değişiklikler, işletmelerin borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşlere veya yükselişlere neden olur (Yalçın, 2014: 38). Çok sayıda yatırımcı bir hisse senedini almak için talepte bulunduğu hisse senedinin fiyatında yükselişler olurken, hisse senedine yönelik talep azaldığında ise

fiyat düşmektedir. Hisse senedi fiyatları, etkin bir piyasa varlığında hisse senetlerinin gerçeğe uygun değerini göstermektedir. Piyasa koşullarının tam olarak etkin olmaması durumunda ise piyasada olması gerektiği gibi fiyatlanamayan ve gerçek değerlerinin altında olan hisse senetleri ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda yatırımcılar, piyasa değeri gerçek değerinin altında olan hisse senetlerine yönelmektedir (Sipahi vd., 2016: 18). Dolayısıyla piyasada yer alan aktörler, işletmelerin gerçek değeri ile piyasa değeri arasındaki korelasyona göre mevcut durumunu koruma, satın alma veya satma gibi finansal davranışlar izleyebilmektedir (Genç, 2020: 5-6).

### 3. KARLILIK

Kar, işletme faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan ve gelirlerle giderler arasındaki olumlu fark olarak tanımlanabilir. Kar, işletmelerin finansal başarısının, finansal performansının ve faaliyetlerin verimli sonuçlanıp sonuçlanmadığının ölçümünde kullanılan önemli bir göstergedir. Bu nedenle, işletmeler varlıklarını sürdürebilmek, işletme sahip ve ortaklarına kar payı dağıtabilmek ve potansiyel yatırımcılar açısından işletmeyi cazip hale getirebilmek için kar elde etmek zorundadır. İşletme faaliyetlerinin sürdürülebilmesi, mevcut borçların zamanında ödenebilmesi, yeni finansman kaynaklarına ulaşılabilmesi ve işletmenin büyüyebilme potansiyelini ortaya koyabilmesi işletme karlılığıyla doğrudan ilişkilidir.

Kar ve karlılık kavramları birbirlerinin yerine kullanılmasına karşın, bu iki kavram aynı anlama gelmemektedir. Gelir ve gider arasındaki olumlu farkı ifade eden kar, bir işletmenin faaliyetlerini sürdürürken katlanmak zorunda olduğu tüm giderlerin üzerindeki geliri ifade eden mutlak bir sayıdır. Karlılık ise karla yakından ilişkili olmasına karşın, kara göre daha göreceli olan bir kavramdır. Bu bağlamda karlılık genel olarak, bir yatırımdan beklenen veya elde edilmiş olan ekonomik faydayı ifade etmektedir. İşletmelerin karlılığı, belli bir tarihte elde edilen karın aynı tarihte işletmede kullanılan öz kaynaklara, varlıklara veya hangi finansal tablo unsurunun karlı olup olmadığı ölçülecekse o unsura oranlanarak saptanmaktadır. Bu nedenle, bir işletmenin dönem sonunda kar elde etmiş olması, o işletmenin karlı olduğu anlamına gelmemektedir.

Karlılık göstergeleri ile, faaliyetlerin etkinlik düzeyi ve işletmenin geçmişteki kazanç gücü değerlendirilmektedir. İşletmelerin ne kadar etkin yönetildiği ve elde edilen karın yeterli olup olmadığı konusunda bilgiler sağlayan bu göstergelerin en önemlileri, öz kaynakların karlılığı için kullanılan ROE, varlıkların karlılığı için kullanılan ROA ve satışların karlılığı için kullanılan ve net kar marjı olarak da ifade edilen ROS göstergeleridir.

ROA, işletmelerin sahip olduğu ve ekonomik değeri olan tüm varlıkların ne kadar karlı kullanıldığını saptamak ve işletmelerin çalışma sermayesi ile sabit yatırımlara yaptıkları yatırımlardan ne ölçüde kar elde ettiklerini analiz etmek için kullanılmaktadır. ROE, işletmeye tahsis edilen öz kaynakların hangi ölçüde verimli ve etkin kullanıldığını ve işletmeye yatırım yapan işletme sahip ve ortaklarının yaptıkları yatırımdan her bir birim için ne kadar kazanç sağladığını göstermektedir. Ayrıca, işletme yöneticilerinin başarı derecesini ölçmek için başvurulan bir göstergedir (Çabuk ve Lazol, 2009: 227-231). ROS, işletme faaliyetlerinin rantabilitesi ve net verimliliği hakkında bilgi vermektedir. İşletmenin aldığı kararların ve uyguladığı politika ve stratejilerin sonuçlarını gösteren finansal oran, net karın net satışlar içerisinde yüzde olarak payını göstermektedir (Akdoğan ve Tenker, 2006: 634-640).

İşletmelerin karlılığını etkileyen çok sayıda işletme içi ve işletme dışı faktör bulunmaktadır. İşletmenin doğru yönetilmesi işletme karlılığını etkileyen en önemli faktördür. Bunun yanı sıra; satışların artırılması, faaliyet giderlerinin, finansman giderlerinin ve üretim maliyetlerin düşürülmesi, öz kaynak kullanımının düşük tutularak borcun vergi kalkını avantajından ve kaldıraç etkisinden faydalanılması ve böylece özellikle öz kaynak karlılığının artırılması, nakit dönüş süresinin kısaltılması ve doğru yatırımların yapılması işletme içi faktörler olarak sıralanabilir. Döviz kuru, faiz oranları, enflasyon gibi makroekonomide ve finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler ile işletmenin faaliyetlerini sürdürdüğü sektörde meydana gelen gelişmeler, işletme karlılığını etkileyen işletme dışı faktörlerdir. İşletmelerin piyasa değerleri, hisse senetlerine olan yatırımları artıracığı için karlılık üzerinde etkile olabilecek bir diğer faktördür. İşletme karlılığı ile piyasa değeri karşılıklı etkileşim içerisinde olan unsurlardır. İşletme karlılığı, piyasa değerini yükselttiği gibi, piyasa değeri de işletmelerin karlılığını etkileyebilmektedir. Günümüzde işletmelerin halka arz edilmesiyle birlikte borsa faaliyetleri devam ettiği sürece işletmelerin piyasa değerleri, istenildiği zaman tespit edilebilmektedir. Dolayısıyla piyasa değeri, işletme performansının analiz edilmesinde önemli bir parametre haline gelmiştir. İşletmelerin karlılık göstergelerinin ortaya çıkabilmesi için finansal tabloların yayımlanması zorunlu iken, piyasa değerinin belirlenmesinde böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır. Çünkü piyasa değeri, geçici bir önlem olarak borsada alım-satımın otomatik olarak durdurulmasını ifade eden devre kesici uygulaması dışında her an saptanabilmektedir. Bu nedenle, işletmelerin piyasa değerlerinin seyrine göre karlılık konusunda öngörülerde bulunulabilecektir.

#### 4. LİTERATÜR

İşletmelerin piyasa değeri ile karlılık ilişkisine ilişkin bu çalışma ile karşılaştırılabilir nitelikte olan literatür aşağıda incelenmiştir.

Ronald ve Samuel (2022), aracı değişken olarak kurumsal sosyal sorumluluk performansı ve marka değeri ile karlılığın kurumsal değere etkisi başlıklı çalışmalarında, işletmelerin karlılık göstergelerinden ROA ve ROE'nin işletme değerini etkileyip etkilemediğini belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, kurumsal sosyal sorumluluk performansı üzerinde karlılığın herhangi bir etkisinin olmadığı ancak, işletme değeri ile marka değeri arasında güçlü bir ilişki bulunduğu ve marka değerinin işletme değeri ile işletme karlılığı arasında aracı bir değişken olduğu saptanmıştır.

Korkmaz ve Dilmaç (2018), işletmelerin piyasa değerini etkileyen finansal faktörleri regresyon analizi ile incelemişlerdir. BİST'te işlem gören 5 sigorta ve 12 bankanın 2008-2015 döneminin ele alındığı çalışmada bağımsız değişken olarak; finansal kaldıraç, öz kaynak karlılığı, büyüklük, aktif büyüklüğü, maddi olmayan duran varlık ve likidite oranları, bağımlı değişken olarak ise piyasa değeri / defter değeri oranı ve Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, ele alınan bankaların finansal kaldıraç ve büyüklük değişkenlerinin maddi olmayan duran varlıkları ve öz kaynak karlılığını pozitif yönde, piyasa değeri / defter değeri oranını ise negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Sigorta işletmelerinde ise kaldıraç oranının öz kaynak karlılık oranını negatif yönde piyasa değeri / defter değeri oranını ise pozitif yönde etkilediği saptanmıştır.

Lestari ve Armayah (2016), karlılık ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, Endonezya Borsasında 2009-2014 yılları arasında işlem gören imalatçı işletmeleri ele almışlardır. Regresyon analizinin kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, karlılık değişkenliğinin işletme değerindeki değişimi açıkladığı tespit edilmiştir. Buna göre, aktif karlılığı ve öz kaynak karlılığının işletme değerini pozitif yönde etkilediği, net kar marjının ise işletme değerini negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Barakat (2014), sanayi işletmelerinin finansal yapı, finansal kaldıraç ve karlılığının Suudi finans piyasasındaki hisse senedi fiyatına etkisini incelediği çalışmada, bağımsız değişken olarak toplam uzun vadeli yükümlülükler, öz kaynaklar, finansal kaldıraç ve öz kaynak karlılığını bağımlı değişken olarak ise işletmelerin piyasa değerini kullanmıştır. İşletmelerin 2009-2012 döneminin ele alındığı çalışmada yapılan regresyon analizi bulgularına göre, işletmelerin hisse senedi fiyatı ile öz kaynak karlılığı ve sermaye yapısı



arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu, dolayısıyla öz kaynak karlılığının işletmelerin değeri üzerinde net bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Sudiyatno, Puspitasari, Suwarta ve Asyif (2020), karlılığın işletme değerini etkilemede aracı bir değişken olarak rolünü inceledikleri çalışmada, 2016-2018 döneminde Endonezya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören imalat işletmelerini örneklem olarak ele almışlardır. Regresyon analizinin yapıldığı çalışmada, karlılık göstergesi olarak öz kaynak karlılığı, işletme değeri olarak piyasa değeri ve işletme büyüklüğü olarak ise toplam varlıklar kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, karlılığın işletme değeri üzerinde etkin bir rol oynadığı ve karlılık yükseldikçe büyük ölçekli işletmelerin piyasa değerlerinin yükseldiği saptanmıştır.

Al Maani, Alawad, ve Karaki (2021), likidite ve karlılık oranlarının Ürdün sigorta işletmelerinin piyasa değeri üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmada, 2015-2019 döneminde beş sigorta işletmesini ele almışlardır. Çalışmada öz kaynak karlılığı, varlık karlılığı ve işletme kar marjları kullanılmıştır. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, Ürdün sigorta işletmelerinin aktif karlılığının piyasa değeri üzerinde bir etkisinin olmadığı, ancak öz kaynak karlılığının işletmelerin piyasa değeri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Dang, Vu, Ngo, ve Hoang (2019), büyüme, işletme büyüklüğü, sermaye yapısı ve karlılığın işletme değeri üzerindeki etkisini Vietnam'da inceledikleri çalışmada, karlılık oranlarından aktif karlılığı ve öz kaynak karlılığını, işletme değeri olarak ise Tobin Q Oranını kullanmışlardır. 2012-2016 döneminde Vietnam borsasında işlem gören 214 işletmenin ele alındığı ve regresyon analizinin yapıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, büyüklük ve karlılığın işletme değeri ile pozitif yönde ilişkili olduğu, sermaye yapısının ise işletme değerini olumsuz yönde etkileyen bir parametre olduğu saptanmıştır.

Ayrıçay ve Türk (2014), işletme değeri ile finansal oranlar arasındaki ilişkiyi, hisse senetleri BİST'te düzenli işlem gören üretim işletmelerinin 2004-2011 döneminde incelemişlerdir. İşletme değerinin bağımlı değişken, ROA, piyasa değeri / defter değeri, likidite oranı, borçlanma oranı ve varlık devir hızının ise bağımsız değişken olarak kullanıldığı çalışmada panel veri yöntemi ile regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, ROA dışında ele alınan tüm oranların işletme değerini etkilediği, ROA ve borçlanma oranı ile işletme değeri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Çelik ve Arslanlı (2020), varlık karlılığı ve piyasa değerini etkileyen finansal oranları, BİST'te işlem gören 17 gayrimenkul yatırım ortaklığı işletmesinin 2009-2018 döneminde panel veri yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada,



işletmelerin piyasa değeri ve ROA bağımlı değişken, ROE, fiyat / kazanç oranı, cari oran, dönen varlıklar / varlık toplamı, kısa vadeli finansal borçlar / varlık toplamı, piyasa değeri / defter değeri, uzun vadeli finansal borç / varlık toplamı, hisse senedi getirisi, varlık toplamının logaritması, ROA, likidite oranı ve öz kaynak / varlık toplamı oranları ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre; işletmelerin piyasa değeri ile ROE, cari oran ve uzun vadeli borçlar / varlık toplamı oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Cari oran, ROE ve hisse senedi getirisi ile ROA arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Gümüş vd. (2017), işletmelerin piyasa değeri ile finansal oranları arasındaki ilişkiyi, hisse senetleri BİST’te işlem gören ve en yüksek sermayeye sahip olan beş çimento işletmesinde 2011-2015 döneminde regresyon analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada, finansal yapı, karlılık, likidite ve verimlilik oranları bağımsız değişken, işletmelerin piyasa değerleri ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, ROS, finansal kaldıraç, cari oran, kısa vadeli borç / aktif toplamı, toplam borç / öz kaynaklar oranı, brüt satış karı / net satışlar ve varlık devir hızı oranlarının işletmelerin piyasa değerini pozitif yönde etkilediği ve dolayısıyla bu oranlarda ortaya çıkan yükselişin piyasa değerini artıracığı belirlenmiştir. ROE, uzun vadeli borç / varlık toplamı, nakit oranı ve alacak devir hızı oranlarının ise işletmelerin piyasa değerini negatif yönde etkilediği saptanmıştır. Ayrıca, ROA, öz kaynaklar / varlık toplamı, faaliyet karı / net satışlar, stok devir hızı ve likidite oranları ile işletmelerin piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Bilgili ve Düzer (2010), finansal oranlar ile işletmelerin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi regresyon analizi yöntemi ile inceledikleri çalışmada, İMKB 100’de işlem gören 58 işletmeyi 2001-2006 döneminde ele almışlardır. Çalışmada, finansal yapı, likidite, karlılık, borsa ve verimlilik oranları bağımsız değişken, işletmelerin piyasa değeri ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, ROE, finansal yapı, borsa ve likidite oranlarıyla piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanırken, ROA, ROS, brüt satış karı / net satışlar, varlık devir hızı ve alacak devir hızı oranları ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

Albayrak ve Akbulut (2008), regresyon analizi yöntemi ile işletmelerin karlılığını etkileyen faktörleri inceledikleri çalışmada, hisse senetleri İMKB sanayi ve hizmet sektöründe işlem gören işletmelerin 2004-2006 dönemini ele almışlardır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ROA, ROE, ROS, vergi

ve faiz öncesi karın toplam varlıklara oranı, brüt kar / net satışlar oranı ve vergi öncesi kar / öz kaynaklar oranı kullanılırken, bağımsız değişken olarak ise piyasa değeri, likidite, verimlilik, finansal yapı ve işletme büyüklüğü göstergeleri kullanılmıştır. Çalışmada ulaşılan bulgulara göre, işletmelerin piyasa değeri göstergesi olarak ele alınan piyasa değeri / defter değeri oranının; ROA, ROE ve ROS oranlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiş ve işletmelerin karlılık oranlarının geliştirilmesi için borçların azaltılması gerektiği ifade edilmiştir.

## 5. VERİ VE YÖNTEM

Çalışmada, işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisini ortaya koyabilmek için BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde işlem gören işletmelerin 2019-2022 dönemi ele alınmıştır. BİST Yıldız Pazar'da işlem gören ve Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmelerin ele alınmasının nedeni, endeksi oluşturan bu işletmelerin en yüksek piyasa değerine sahip olan işletmelerden oluşması ve dolayısıyla işletmelerin piyasa değerini diğer işletmelere göre çok daha iyi yansıttığıdır. Buna göre, çalışmada ele alınan, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören ve Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmelerin borsa kodları ve isimleri Tablo 1'de sunulmuştur.

*Tablo 1. Banka Dışı Likit 10 Endeksinde Yer Alan İşletmelerin İsimleri ve Kodları*

İşletme Adı	İşletme Kodu
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret	ASELS
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	EKGYO
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları	EREGL
Hacı Ömer Sabancı Holding	SAHOL
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret	KRDMD
Petkim Petrokimya Holding	PETKM
Sasa Polyester Sanayi	SASA
Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri	TUPRS
Türk Hava Yolları	THYAO
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları	SISE

İşletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisini ortaya koyabilmek amacıyla regresyon analizinin yapıldığı çalışmada, Tablo 1'de yer alan işletmelerin 2019-2022 dönemine ilişkin karlılık oranlarından öz kaynak karlılığı (ROE), varlık karlılığı (ROA) ve net kar marjı (ROS) oranları bağımlı değişken, işletmelerin piyasa değerleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Literatürde işletmelerin karlılığına ilişkin yapılan hemen hemen tüm

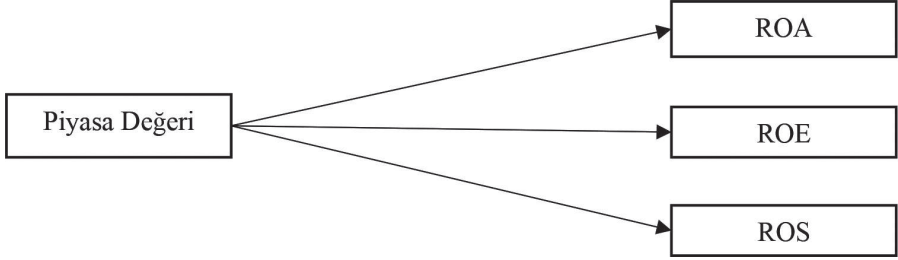
çalışmalarda kullanılan ROA ve ROE oranlarının yanı sıra, işletmelerin piyasa değerinin net satışlarıyla ilişkisini ortaya koyabilmek için ROS oranı karlılık göstergelerine dahil edilmiştir. Regresyon analizinde kullanılan bağımlı değişkenler (karlılık oranları) ile bağımsız değişkenin (işletmelerin piyasa değerleri) hesaplanma şekilleri ve kodları Tablo 2'de verildiği gibidir.

*Tablo 2. Bağımlı Değişkenler, Bağımsız Değişken, Kodları ve Hesaplanma Şekilleri*

Bağımlı Değişkenler	Kod	Hesaplanma Şekli
Varlık Karlılığı	ROA	Net Kar / Varlık Toplamı
Net Kar Marjı	ROS	Net Kar / Net Satışlar
Öz Kaynak Karlılığı	ROE	Net Kar / Öz Kaynaklar
Bağımsız Değişken	Kod	Hesaplanma Şekli
Piyasa Değeri	PD	Hisse Senedi Fiyatının Yıllık Ortalaması x Hisse Senedi Sayısı

Tablo 2'de verilen bağımlı ve bağımsız değişkenler çerçevesinde çalışmada incelenen işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisini ortaya koymak için oluşturulan modeller, Şekil 2'deki gibi formüle edilebilir.

*Şekil 2. Piyasa Değerinin Karlılığa Etkisine Yönelik Oluşturulan Model*



Şekil 2'ye göre işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisini incelemek üzere üç farklı model oluşturulmuştur. Oluşturulan regresyon modelleri ise aşağıda yer almaktadır.

$$ROA_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 PD_{it} \quad (\text{Model 1})$$

$$ROE_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 PD_{it} \quad (\text{Model 2})$$

$$ROS_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 PD_{it} \quad (\text{Model 3})$$

Regresyon analizi için oluşturulan Modellerde; ROA varlık karlılığını, ROE öz kaynak karlılığını, ROS net kar marjını ifade eden bağımlı değişkenler iken, PD piyasa değerini gösteren bağımsız değişkendir. Modellerde i işletmeleri, t ise dönemleri ifade etmektedir.

## 6. BULGULAR

Regresyon analizi için oluşturulan modellerin güvenilirlik düzeyini inceleyebilmek, regresyon bulgularının doğruluğunu artırabilmek ve işletmelerin piyasa değeri ve karlılık oranları arasındaki ilişkiyi görebilmek için gerçekleştirilen korelasyon analizi bulguları Tablo 3'te verildiği gibidir.

*Tablo 3. Korelasyon Analizi Bulguları*

	<i>Piyasa Değeri</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>
<i>Piyasa Değeri</i>	1			
<i>ROA</i>	0,413933663	1		
<i>ROE</i>	0,440779811	0,862015	1	
<i>ROS</i>	0,160172687	0,238983	0,414951	1

Tablo 3 incelendiğinde, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören ve Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmelerin 2019-2022 döneminde piyasa değerleri ile ROA arasında % 41 ve ROE ile % 44 oranında düşük düzeyde, piyasa değerleri ile ROS arasında ise %16 oranında çok düşük düzeyde bir ilişki olduğu görülmektedir. Buna göre, aşağıda verilen regresyon analizi bulgularıyla korelasyon analizi bulgularının uyumlu olduğunu ifade etmek mümkündür. Tablo 4'te Model 1'e göre gerçekleştirilen regresyon analizi bulguları yer almaktadır.

*Tablo 4. Model 1 (ROA) Regresyon Analizi Bulguları*

	<i>Katsayı</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>z</i>	<i>P &gt;  z </i>	<i>%95 Güven Aralığı</i>	
					<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>
Kesişim	0,04403565	0,012325071	3,572851684	0,000979754	0,019084849	0,068986452
Piyasa Değeri	7,072741987	2,523208713	2,803074494	0,007926101	1,964772994	1,218071098
Gözlem = 40, R = 0,413933663, R <sup>2</sup> = 0,171341078, Sig. = 0,007926101						

Tablo 4 incelendiğinde, 40 gözlem değerine dayalı olarak gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçlarına göre oluşturulan Model 1 istatistiksel olarak anlamlıdır (Sig. 0,007926101). Ayrıca, işletmelerin piyasa değeri ile ROA

arasındaki ilişkinin yönünün pozitif olduğu görülmektedir. İşletmelerin piyasa değerinin ROA üzerindeki etkisi incelendiğinde regresyon analizi bulgularına göre, prob. değerinin %5'ten küçük olması (prob. 0,007926101) nedeniyle, piyasa değerinde meydana gelen artışın işletmelerin varlık karlılığını artırdığını ifade etmek mümkündür.

**Tablo 5. Model 2 (ROE) Regresyon Analizi Bulguları**

	Katsayı	Standart Hata	z	P >  z	%95 Güven Aralığı	
					Minimum	Maksimum
Kesişim	0,100705439	0,033082066	3,044109744	0,004221773	0,033734298	0,167676579
Piyasa Değeri	2,050121651	0,00000067	3,027075579	0,004417517	6,790774876	3,421165815
Gözlem = 40, R = 0,440779811, R <sup>2</sup> = 0,194286842, Sig. = 0,004417517						

Tablo 5'te işletmelerin piyasa değeri ile karlılık göstergelerinden ROE arasındaki ilişkiyi saptamak üzere oluşturulan Model 2'nin varyans ve regresyon bulguları yer almaktadır. Buna göre, Model 2 istatistiksel olarak anlamlıdır (Sig. 0,004417517). İşletmelerin piyasa değerinin ROE üzerindeki etkisi incelendiğinde regresyon analizi bulgularına göre, prob. değerinin %5'ten küçük olduğu (0,004417517) görülmektedir. İşletmelerin piyasa değeri ile ROE arasındaki ilişkinin yönü pozitif olduğu için piyasa değerinde meydana gelen artışın işletmelerin öz kaynak karlılığını artırdığını ifade etmek mümkündür.

**Tablo 6. Model 3 (ROS) Regresyon Analizi Bulguları**

	Katsayı	Standart Hata	z	P >  z	%95 Güven Aralığı	
					Minimum	Maksimum
Kesişim	0,164708518	0,049925591	3,299080004	0,002113421	0,063639443	0,265777592
Piyasa Değeri	1,0223806	0,000001022	1,000285434	0,323499768	-1,046726037	3,091479251
Gözlem = 40, R = 0,160172687, R <sup>2</sup> = 0,02565529, Sig. = 0,323499768						

Tablo 6'da 40 gözlem değerine dayalı olarak gerçekleştirilen varyans ve regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Buna göre oluşturulan Model 3'ün istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir (Sig. 0,323499768). Regresyon analizi bulgularına göre, prob. değeri %5'ten büyük olduğu için (0,323499768), ROS oranı ile işletmelerin piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

## 7. SONUÇ

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve potansiyel yatırımcıların işletmeye kaynak sağlamalarında en önemli unsurlardan biri, işletmelerin finansal performansıdır. İşletmelerin finansal performansının ölçülmesinde ise işletmenin likidite durumu, finansal yapısı, faaliyetlerinin verimliliği ve işletmenin karlılığı gibi çok sayıda gösterge kullanılabilir. İşletme sahip ve ortakları, işletmeye tahsis ettikleri sermayenin getirisi için işletmenin karlı olmasını beklerken, işletmeye kredi verenler ise işletmeye verdikleri borç ve anaparanın tahsili için işletmenin karlı olmasını beklemektedir. İşletme yöneticileri başarılarını ortaya koymak için çalışanlar ise gelecekte işletmenin varlığını sürdürerek istihdam açısından işletmenin karlı olmasını istemektedir. Bu bağlamda, işletme ile ilgili tüm tarafların farklı gerekçelerle işletmenin karlı bir işletme olmasını bekleyeceğini ifade etmek mümkündür.

İşletme karlılığını etkileyen çok sayıda işletme içi ve işletme dışı faktör bulunmaktadır. Bu çalışmada, günümüzde ekonomik ve finansal sistemin küreselleşmesine bağlı olarak işletmelerin defter değerlerinden çok daha yüksek değerlere ulaşabilen ve işletmelerin borsada işlem gören tüm hisse senetlerinin piyasada oluşan fiyatlarıyla hesaplanan piyasa değerlerinin karlılığa etkisi incelenmiştir. Çalışmada, işletmelerin piyasa değerinin karlılığa etkisini ortaya koyabilmek için işletmelerin karlılık oranlarından öz kaynak karlılığı (ROE), varlık karlılığı (ROA) ve net kar marjı (ROS) oranları bağımlı değişken, işletmelerin piyasa değerleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Regresyon analizinin yapıldığı çalışmada, BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde işlem gören işletmelerin 2019-2022 dönemi ele alınmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde işlem gören işletmelerin piyasa değerlerinin, ROA ve ROE oranlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Piyasa değeri ile ROS oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Çalışma ile literatürde yer alan benzer çalışmaların bulguları karşılaştırıldığında, Gümüş vd. (2017), ROS'un işletmelerin piyasa değerini pozitif, ROE'nin ise negatif yönde etkilediğini ve işletmelerin piyasa değeri ile ROA arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını saptamışken, bu çalışmada işletmelerin piyasa değerinin ROA ve ROE'yi pozitif yönde etkilediği, ROS ile işletmelerin piyasa değeri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı bulunmuştur. Albayrak ve Akbulut (2008), işletmelerin piyasa değerinin ROA, ROE ve ROS oranlarını pozitif yönde etkilediğini belirlemiştir. Bu çalışmada ise işletmelerin piyasa değerinin sadece ROA ve ROE oranlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Bu nedenle, bu çalışma ile Albayrak ve Akbulut (2008)'in çalışmasından elde

edilen bulgular karşılaştırıldığında, ROA ve ROE açısından benzer, ROS açısından ise farklı bulgulara ulaşıldığı görülmektedir. Lestari ve Armayah (2016), ROA ve ROE açısından bu çalışma ile benzer ROS açısından ise farklı bulgulara ulaşmıştır. Barakat (2014) ve Sudiyatno,Puspitasari, Suwarti ve Asyif (2020) ile ROE açısından bu çalışma ile benzer bulgulara ulaşmıştır. Bilgili ve Düzer (2010), piyasa değeri ile ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu, piyasa değeri ile ROA ve ROS arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını saptamıştır. Dolayısıyla, Bilgili ve Düzer (2010) ile bu çalışmanın bulguları karşılaştırıldığında, ROE ve ROS açısından benzer, ROA açısından ise farklı bulgulara ulaşmıştır. Ronald ve Samuel (2022) ile bu çalışmada ulaşılan bulguların ROA ve ROE açısından farklı olduğu tespit edilmiştir. Al Maani, Alawad, ve Karaki (2021) ile ROA açısından farklı ROE açısından ise benzer bulgulara ulaşmıştır. Dang, Vu, Ngo, ve Hoang (2019) ile ROA ve ROE açısından benzer bulgulara ulaşılırken, Ayriçay ve Türk (2014) ile ROA açısından farklı bulgulara ulaşmıştır. Çelik ve Arslanlı (2020), piyasa değeri ile ROE arasında istatistiksel olarak negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit etmişken, bu çalışmada ise pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

İşletmelerin ROA, ROE ve ROS gibi karlılık oranları, hisse senetleri borsada düzenli işlem gören işletmeler için üç ayda bir sunulan finansal tablolar üzerinden hesaplanabilmektedir. Buna karşın, hisse senetleri borsada düzenli işlem gören işletmelerin piyasa değerleri her an borsada oluşan hisse fiyatları çerçevesinde belirlenebilmektedir. İşletmelerin piyasa değeri yükseldiğinde, ROA ve ROE göstergelerinde olduğu gibi karlılığının da pozitif yönde etkilendiği bu çalışmada ortaya konulmuştur. Dolayısıyla bu çalışmadan elde edilen bulgulara göre, bilgi kullanıcıları alacakları finansal kararlarda finansal tabloların üç ayda bir yayınlanmasını beklemeksizin BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksinde yer alan işletmelerin piyasa değerinde meydana gelen yükselişin karlılığı pozitif yönde etkilemesi durumunu bir öngörü olarak dikkate almaları gerektiğini ifade etmek mümkündür.



## KAYNAKÇA

- Akdoğan, N., & Tenker, N. (2006). *Finansal Tablolar Ve Mali Analiz Teknikleri*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Albayrak, A. S., & Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 4(7), 55-82.
- Al Maani, A., Alawad, A. S., & Karaki, B. S. A. (2021). Impact of Liquidity and Profitability Ratios on the Stock Market Value of Jordan Insurance Companies. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(2), 1-14.
- Ayrıçay, Y., & Türk, V. E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64), 53-70.
- Barakat, A. (2014). The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on A Sample of Saudi Industrial Companies). *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 55-66.
- Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83.
- Çabuk, A., & Lazol, İ. (2009). *Mali Tablolar Analizi*. Ekin Basım Yayım ve Dağıtım, Bursa.
- Çelik, E., & Arslanlı, K. Y. (2020). Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Firmalarının Piyasa Değeri ve Aktif Karlılığını Etkileyen Finansal Oranların Panel Veri Analizi Yöntemiyle Belirlenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (88), 255-274.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- Ercan, M. K., Öztürk, B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S., & Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi “Banka Uygulaması”*, 1. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul.
- Ertuğrul, M. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 143-154.
- Genç, A. (2020). *Firma Değeri ve Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: Temel Değerleme Yaklaşımlarıyla Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, Denizli.
- Gümüş, U. T., Şakar, Z., AKKIN, G., & Şahin, M. (2017). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de İşlem Gören Çimen-

- to Firmaları Üzerine Bir Analiz. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16), 1-23.
- Korkmaz, Ö., & Dilmaç, M. (2018). Firma Piyasa Değerini Etkileyen Finansal Faktörler: Banka ve Sigorta İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Journal of Management and Economics Research*, 16(2), 179-201.
- Lestari, S. A., & Armayah, M. (2016). Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009-2014. *Information Management and Business Review*, 8(3), 6-10.
- Pereiro, Luis E. (2002). *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*, John Wiley & Sons, ABD.
- Ronald, G., & Samuel, H. (2022). Effects of Profitability towards Enterprise Value with Corporate Social Responsibility Performance and Brand Value as Mediating Variables. *Petra International Journal of Business Studies*, 5(1), 10-21.
- Sipahi, B., Yanık, S., & Aytürk, Y. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları: İlkeler, Yöntemler, Uygulamalar*, 2. Baskı, Seçkin Yayınları, Ankara.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Suwarti, T., & Asyif, M. M. (2020). Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 769-778.
- Yalçın, H. (2014). *Şirket Değerlemesi: Teori ve Uygulama*, 1. Baskı, Crowe Horwath, İstanbul.