

## **ŞİRKET DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERE SİSTEMATİK BİR YAKLAŞIM\***

### *A SYSTEMATIC APPROACH TO FACTORS AFFECTING CORPORATE VALUE*

**Dr. Mustafa GÖZEN**

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu, mgozen@gmail.com, Ankara/Türkiye

### **ÖZ**

Şirket değerinin stratejik yönetimi günümüzde gittikçe önem kazanmakta ve benimsenmektedir. Finansal kararların odak noktasını, şirketlerin piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Şirketlerin piyasa değerini maksimize etme amacı, rasyonel ve uzun vadeli yaklaşımı gerektiren bir amaç olmaktadır. Günümüzde şirketler, çok sayıda değişkenin etkileşim içinde olduğu, başka bir deyişle, belirsizliğin ve karmaşıklığın yüksek olduğu bir ortamda faaliyette bulunmaktadır. Dolayısıyla, şirketlerin bu belirsiz ortamlarda doğru planlama yapabilmesi ve doğru kararlar alabilmesi amacıyla bu tür ortamlarda şirket davranışlarını anlamaya yönelik yaklaşımların geliştirilmesi gerekli olmaktadır. İşletmelerde yeni yaklaşım gerektiren konulardan biri de şirket değerini etkileyen faktörlerin ortaya konulmasıdır. Bu makalede şirket değerine etki eden faktörler üç ana başlık altında toplanmıştır. Bu faktörler; makroekonomik faktörler, finansal ve şirkete ilişkin faktörler ile diğer faktörlerdir. Diğer faktörler kapsamında teknik ve çevre faktörleri incelenmiştir. Şirket değerlemesinde faaliyette bulunulan sektörde başarı ve başarısızlığı belirleyen faktörlerin anlaşılması gerekli olmaktadır. Sektörle ilgili bilgilerin düzenli olarak izlenmesi ve analiz edilmesi şirket değerlemesinde daha iyi sonuçlar vermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Değer, Değerleme, Şirket Değerleme

### **ABSTRACT**

The strategic management of the corporate value is becoming increasingly important and accepted today. The focus of financial decisions is decisions and activities that affect the market value of corporations. The purpose of maximizing the market value of the corporations is to achieve a rational and long term approach. Today, businesses operate in an environment where a large number of variables interact, in other words, where ambiguity and complexity are high. It is therefore necessary to develop approaches to understand corporate behavior in such environments so that companies can make the right planning and make the right decisions in these uncertain environments. One of the issues that require a new approach in business is to identify the factors that affect corporate value. In this article, factors affecting corporate value are classified under three main headings. These factors are; macroeconomic factors, financial and company-related factors and other factors. Within the scope of other factors, technical and environmental factors have been examined. Under the valuation of the corporation, it is necessary to understand the factors determining success and failure in the sector in which it operates. Regular monitoring and analysis of sectoral information give better results in corporate valuations.

**Keywords:** Value, Valuation, Corporate Valuation

## **1. GİRİŞ**

Rekabet ortamında şirket yönetiminin şirket değerini maksimize etmesi ve bu amaçla uygun yönetim yaklaşımı geliştirmesi kaçınılmaz görülmektedir. Günümüzde şirketlere değer biçilmesinin yanında, şirket değerinin artırılması yollarının tespiti ve şirket değerinin stratejik yönetimi de önem kazanmakta ve benimsenmektedir. Şirketlerde finansal kararların odak noktasını, şirketlerin piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler

\* Bu çalışma, Mustafa Gözen tarafından 2001 yılında Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde tamamlanan "İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

oluşturmaktadır. Şirketlerin piyasa değerini maksimize etme amacı, rasyonel ve uzun vadeli yaklaşımı gerektiren bir amaç olmaktadır.

Günümüzde şirketler, çok sayıda değişkenin etkileşim içinde olduğu, dış çevreden şirkete ve şirketten dış çevreye uzanan bilgi, ürün ve hizmet gibi akımların zaman zaman kesintiye uğradığı, başka bir ifade ile belirsizliğin ve karmaşıklığın yüksek olduğu bir ortamda faaliyette bulunmaktadır. Dolayısıyla şirketlerin bu belirsiz ortamlarda doğru planlama yapabilmesi ve doğru kararlar alabilmesi amacıyla bu tür ortamlarda şirket davranışlarını anlamaya yönelik çalışmalara ağırlık verilmesi ve yeni yaklaşımların geliştirilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, gelişen ve değişen şartlara uyum sağlayan yeni model ve hesaplama tekniklerine ihtiyaç duyulmaktadır. İşletmelerde yeni yaklaşım ve model gerektiren konulardan biri de şirket değerlemesidir. Bu kapsamda şirket değerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi öncelikli hedeflerden biri olmaktadır.

## 2. ŞİRKET DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Şirketin faaliyette bulunduğu çevredeki değişikliklerin ve şirketin çevre ile etkileşiminin şirket değerini etkileyebileceği söylenebilir. Şirket değerine etki eden faktörleri üç ana başlık altında toplamak mümkündür. Bu faktörler makroekonomik faktörler, finansal ve şirkete ilişkin faktörler ile diğer faktörlerdir (Tablo-1).

Tablo-1: Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Makroekonomik Faktörler	Finansal ve Şirkete İlişkin Faktörler	Diğer Faktörler
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Arzı</li> <li>• Ekonomik Büyüme</li> <li>• Bütçe Açığı</li> <li>• Enflasyon</li> <li>• Vergi Oranı</li> <li>• Faiz Oranı</li> <li>• Döviz Kuru</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sermaye Yapısı</li> <li>• Mal ve Hizmet Fiyatı</li> <li>• Pazar Payı</li> <li>• Şirket Sahipliği</li> <li>• Hedging</li> <li>• Amortisman</li> <li>• İçeriden Öğrenenlerin Ticareti</li> <li>• Temettü Politikası</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teknik Faktörler</li> <li>• Çevre Faktörleri</li> </ul>

Bu çalışmada; makroekonomik, finansal ve şirkete ilişkin faktörler kapsamına girmeyen faktörler diğer faktörler kapsamına alınmıştır. Diğer faktörler de kendi içinde teknik ve çevre faktörleri olmak üzere iki alt gruba ayrılmıştır. Tablo-1'den de görüleceği üzere, makroekonomik faktörler şirketlerin kontrolünde olmayan, tüm şirketleri etkileyen faktörlerdir. Finansal ve şirkete ilişkin faktörler ise şirketin kontrol edebileceği, şirketin izlediği politikalar neticesinde belirlenen ve şirkete özgü faktörlerdir. Diğer faktörler kapsamındaki çevre ve teknik faktörler de tüm şirketleri etkileyen faktörler olabileceği gibi sadece belirli bir şirket ya da şirketleri etkileyen faktörler de olabilir.

## 3. MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER

Değişen makroekonomik koşullar şirketin gelirini, neticede şirketin hisse senedinin fiyatlarını da etkilemektedir. Şirketin mevcut veya gelecekteki gelirini artıran ekonomik bir olay, hisse senedinin fiyatını da artırır. Şirketi olumsuz etkileyen bir olay şirketin hisse senedinin fiyatını da azaltır (Neftçi, 1997). Genel bir ifade ile, ekonomik büyümedeki artış şirketlerin gelirlerini, dolayısıyla net değerlerini artıracığından şirketlerin hisse senetlerinin getirileri ile reel ekonomik faaliyetler arasında pozitif bir ilişki beklenmelidir (Özçam, 1997). Diğer taraftan, makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi konusunda gerek ampirik gerekse teorik çalışmalar yapılmış, ancak Neftçi (1997) çalışmaların bulgularının birbiri ile çelişkili olduğunu belirtmiştir.

Hisse senedi piyasası genel ekonomik konjonktür içinde en çok parasal hareketlere ve parasal değişimlere karşı duyarlıdır. Faiz oranlarında önemli oranda bir artış, hisse senedine olan talebi düşürebilir. Tersine bir gelişme ise, hisse senedine olan talebi artırabilir. Özellikle tahvil ve vadeli mevduat faizlerindeki artış veya azalış hisse senedi fiyatlarını etkiler (Neftçi, 1997). Diğer taraftan tedavüldeki para miktarı, hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkiler. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması menkul kıymet borsalarında hisse fiyatlarını ve işlem hacmini yükseltir.

Genel ekonomik konjonktürde durgunluk ve düşme görüldüğü dönemlerde tahvil ve hisse senedi fiyatları düşer. Yatırımcılar böyle zamanlarda paniğe kapılıp elindeki kıymetleri paraya çevirmek ister. Genel konjonktür iç ve dış ekonomik olaylar ile politik olay ve faktörlerden etkilenir. Siyasi istikrarsızlık, hükümet krizi, savaş hali, enflasyonun artması, enflasyona karşı alınan parasal önlemler, işsizlik oranının artması gibi

durumlar genel ekonomik konjonktür üzerinde olumsuz etki yapmakla birlikte uzun süre devam etmez ve bir süre sonra normal piyasaya şartlarına dönlür.

Buradan hareketle; makroekonomik faktörlerden para arzı, ekonomik büyüme, bütçe açığı, enflasyon, vergi oranı, faiz oranı, döviz kuru aşağıda ayrı ayrı ele alınmış ve incelenmiştir.

### 3.1. Para Arzı

Para arzının hisse senedi fiyatını etkilediği, hatta bu konudaki genel kanı, para arzındaki artışın hisse senedi fiyatında artışa neden olacağıdır (Durukan, 1999). Para arzındaki artış öncelikle finansal piyasaları etkileyecektir. Para arzındaki artış yüksek ise, kredi olarak verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki artış şirketlerin faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı rol oynayacaktır. Diğer taraftan, para arzındaki artış enflasyona neden olarak faiz oranlarını da artıracaktır (Durukan, 1999). Bu da sonuçta belli bir süre sonunda faize dayalı finansal araçlara olan talebin artmasıyla hisse fiyatlarına olumsuz etki yapabilecektir.

### 3.2. Ekonomik Büyüme

Finans yazınında ekonomik büyüme ile hisse senetleri arasında pozitif ilişki olduğu belirtilmektedir (Durukan, 1999). Ekonomik büyümenin bir ölçüsü olan Gayri Safi Milli Hasıla arttığında, genel ekonomide üretim artışından dolayı şirketlerin beklenen nakit akımlarında ve neticede şirket değerlerinde artma beklenmelidir.

### 3.3. Bütçe Açığı

Bütçe açığı olan ülkelerde genellikle devlet bu açığı kapatmak için ya hazine bonusu ya da devlet tahvili çıkarmakta, bu da piyasada reel faiz oranının artmasına neden olmaktadır. Devletin bütçe açığını kapatmak için para basma yolunu seçmesi ise enflasyon beklentisinin, dolayısıyla enflasyon oranının artmasına neden olmaktadır.

Bütçe açığı olan ülkelerde devlet finansman ihtiyacını alternatif olarak piyasadaki borçlanma yolu ile karşılar. Bu şekilde devlet piyasada yüksek miktarda fon toplayarak şirketlerin kullanımına hazır fonların miktarında azalmaya neden olur. Bütçe dengesinin muhafaza edilememesi sonucunda enflasyonda dalgalanmalar olur. Bütçe açığı enflasyon beklentisini artırıcı etki yapar. İndirgeme oranının tahmininde enflasyon beklentisi de yer aldığından, yüksek enflasyon şirketlerin nakit akımında ve indirgeme oranının tahmininde belirsizliklere neden olur.

Bütçe açığının genel ekonomik durumu ve hisse senedi getirilerini olumsuz etkilemesine rağmen, Özçam (1997)'a göre bazen bütçe açığındaki artış, reel ekonomik faaliyetleri canlandırarak hisse senedi getirilerini olumlu etkilemektedir.

### 3.4. Enflasyon

Enflasyon ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin gerek Fisher hipotezi gerekse genel ekonomik ilişkiler çerçevesinde pozitif olması beklenmelidir. Çünkü hisse senetlerinin reel varlıkları temsil ettiği ve reel varlıkların da nominal fiyat düzeyindeki değişimlerden reel olarak etkilenmediği dikkate alınırsa, hisse senedi fiyatlarının enflasyona paralel olarak artması gerekir. Fakat bu beklentinin aksine, yapılan ampirik çalışmaların hemen hemen tamamında negatif ilişki bulunmuştur (Özçam, 1997). Diğer taraftan; enflasyonun şirket finansal kaldıracı üzerine etkisi finans yazınındaki ana konulardan biri olmuştur. Kredinin reel maliyeti enflasyonist dönemlerde azaldığından enflasyon genelde şirketleri daha fazla kredi kullanmaya teşvik etmektedir (Kim ve Wu, 1998).

Enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi halen uzlaşmaya varılmamış bir konudur. Ancak enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde, enflasyonun etkisi analizlerde dikkate alınmalıdır (Durukan, 1999). Enflasyonun şirket değerine etkisi değerlemede kullanılacak yöntem ve değerlemeye konu şirketin faaliyet alanına bağlı olarak değişir.

### 3.5. Vergi Oranı

Vergi oranı ne olursa olsun şirket toplam değeri değişmez ve sabittir. Ancak vergi oranındaki artış şirket hissedarlarının değerini azaltıcı, şirketin devlete olan katkı değerini artırıcı yönde etki yapar. Bu şekildeki bir işlem bir bölüşüm olayıdır. Başka bir deyişle, vergi oranlarındaki değişiklik şirketin toplam değerinin ne kadarının hissedarlara ait olduğunu ne kadarının da vergi olarak devlete aktarılacağını belirler.

### 3.6. Faiz Oranı

Faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, indirgenmiş nakit akımları modeli ve menkul kıymet yatırımları arasındaki ikame etkisi dolayısıyla negatif olarak belirlenmektedir. Faiz oranının etkisi bir şirketin sermaye yapısı ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki ile de açıklanabilir. Sabit, değişken faiz oranları, kısa, orta, uzun vadeli borçlanmalar, kredi veya hisse senedi şeklinde finansman temini şirketin değerini de belirlemektedir. Faiz oranlarındaki artış, yatırımcıları hisse senedinden para piyasası araçlarına yönlendirerek, hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Diğer taraftan; yüksek faiz oranları şirketlerin finansman maliyetlerini artırarak şirketlerin karlılıklarını düşürebilir (Durukan, 1999). Faiz oranının dönem karı üzerinde de etkisi büyük olmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler yatırım malları ve tüketici ürünleri olmak üzere talepte azalmaya neden olabilir. Bu da şirketlerin nakit akımlarının azalması ile sonuçlanabilir (Copeland vd., 1991).

### 3.7. Döviz Kuru

Dövizin hisse senetlerine alternatif yatırım aracı olması durumunda, bu iki yatırım aracı arasındaki ilişki negatif olarak belirlenmektedir (Özçam, 1997; Durukan, 1999). Aksi takdirde, döviz kuru şirketin yurtdışından satın aldığı veya yurtdışına sattığı mal veya hizmetlerde, para birimleri arasındaki ilişki ile ilgilidir. Başka bir deyişle; şirketlerin döviz kurlarına bağlı olarak ihracat ve ithalat değerleri ile yabancı para varlıkları pozisyonlarına göre pozitif veya negatif olarak gerçekleşebilir (Özçam, 1997). Bu bağlamda, aşırı değerlenmiş bir döviz kuru, o ülkenin rekabet gücünü olumsuz etkiler ve ihracatını azaltır. Aksi durumda; aşırı değer kaybetmiş bir döviz kuru, ülkenin rekabet gücünü ve ihracatını artırır. Bu şekilde, döviz kurundaki olumlu hareketlilik ihracata dayalı şirketlerin nakit akımında artma oluşturabilir.

Özetlemek gerekirse, döviz kuru, ihracatçı ve ithalatçı şirketler ile ithal mal ve hizmetler ile rekabet etmek durumundaki yerli şirketlerin nakit akımını ve neticede şirket değerini pozitif veya negatif yönde etkileyecektir (Choi ve Prasad, 1995). Ayrıca yurtdışında doğrudan yatırımları bulunan ve/veya yurtdışındaki ortak girişim şirketlerine ortak olan şirketlerin mali yıl sonunda bu yatırımları konsolide edildiğinde, döviz kuruna bağlı olarak daha az veya daha yüksek değerlerde kayıtlara geçebilecektir (Bodnar, 1999). Şirket değerinin ne yönde etkilendiği büyük ölçüde şirketin maruz kaldığı döviz kuru riskinin derecesi ile ilişkilidir.

## 4. FİNANSAL VE ŞİRKETE İLİŞKİN FAKTÖRLER

Finansal ve şirkete ilişkin faktörlerden sermaye yapısı, mal ve hizmet fiyatı, pazar payı, şirket sahipliği, hedging, amortisman, içeriden öğrenenlerin ticareti ve temettü politikası ayrı ayrı ele alınmış ve incelenmiştir.

### 4.1. Sermaye Yapısı

Finans yazınında şirketlerin sermaye yapısı hakkında yapılan teorik çalışmalar çok uzun bir geçmişe sahiptir. Halen sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerinde tam anlamı ile uzlaşma sağlanmış değildir. Bir şirketin sermaye yapısındaki değişikliğin sermaye maliyetini ve şirketin değerini etkileyip etkilemeyeceği konusunda farklı yaklaşımlar bulunmaktadır (Öztin, 1989). Bu yaklaşımlar 1) Net Gelir Yaklaşımı, 2) Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, 3) Geleneksel Yaklaşım ve 4) Modigliani-Miller Yaklaşımıdır. Bu yaklaşımlar aşağıda ayrı ayrı incelenmiştir.

#### 4.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım, bir şirketin değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü dikkate alan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, bir şirketin sermaye yapısı değiştirilerek o şirketin piyasa değerinin yükseltilmesi, sermaye maliyetinin düşürülmesi olanağı bulunmaktadır (Öztin, 1989). Net gelir yaklaşımı iki varsayıma dayalı bir yaklaşımdır. Bunlar; 1) Öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden yüksek ve 2) Öz sermaye ve yabancı kaynak kapitalizasyon oranının sabit olduğudur.

Bir şirketin kapitalizasyon oranı ( $i_a$ );

$$i_a = \frac{NI_o}{V_t} \text{ şeklinde yazılabilir.} \quad (1)$$

(1) no'lu formülde,  $i_a$  kapitalizasyon oranına,  $NI_o$  net faaliyet gelirin ve  $V_t$  şirket toplam değerine karşılık gelmektedir. (1) no'lu formül kullanılarak şirket değerini veren formül ise,

$$V_t = \frac{NI_o}{i_a} = \frac{I_i}{i_b} + \frac{R}{i_c} \text{ olur (Öztin, 1989).} \quad (2)$$

(2) no'lu formülde,  $i_b$  borç verenlerin gelir akışlarının kapitalizasyon oranına,  $i_c$  şirket ortaklarının gelir akışlarının kapitalizasyon oranına,  $I_i$  faizlere ve  $R$  şirket ortaklarınca kullanılabilir gelire karşılık gelmektedir. Başka bir deyişle,  $NI_o - I_i = R$ 'dir.

$i_c > i_b$  olduğu varsayımı yapıldığında, şirket borç kullanımını artırarak ortalama sermaye maliyetini azaltıp şirket değerini artırabilecektir. Ancak bu yaklaşımlardaki varsayımların geçerliliği tartışılmaktadır. Sürekli borçlanma yoluyla şirket değerinin artırılacağı tartışmalı bir konudur. Şirketin borç yükü arttıkça faiz ödemeleri ve sonuçta şirketin likidite riski de artacaktır.

#### 4.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında, şirketin net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı ( $i_a$ ) ile kapitalize edilmesi şirketin piyasa değerini vermektedir. Söz konusu yaklaşımda şirket için kapitalizasyon oranı tüm sermaye yapıları için sabit varsayılmaktadır. Bu varsayımın doğal sonucu olarak, bir şirketin sermaye yapısındaki değişmelerin, şirketin piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmayacağı savunulmaktadır (Özting, 1989). Bu yaklaşıma göre şirket değeri,

$$V_t = \frac{NI_o}{i_a} \quad \text{olur.} \quad (3)$$

Bu yaklaşımda, borç/öz sermaye oranı arttıkça, öz sermaye maliyetinin artacağı kabul edilmektedir. Bu nedenle, bu yaklaşıma göre sermaye yapısını değiştirmekle şirketin değerini artırmak olanaklı olmamaktadır.

#### 4.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Bu yaklaşıma göre, bir şirket için optimum sermaye yapısı vardır ve şirket kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini artırabilir (Özting, 1989). Ayrıca bu yaklaşımda, bir şirketin finansman riski arttıkça öz sermaye maliyetinin yükseleceği öngörülmekte, ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanılmasının ortalama sermaye maliyetini azaltıcı etkisinin, öz sermaye maliyetinin yükselişi ile giderilemeyeceği kabul edilmektedir. Başka bir deyişle; şirketin borçları arttıkça öz sermaye maliyeti yükselse bile, borçlanma belirli bir noktaya kadar şirketin ortalama sermaye maliyetini aşağıya çekici bir etki yapmaktadır.

#### 4.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Sermaye yapısı teorisinin temeli niteliğini taşıyan çalışma, 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından yapılmıştır (Modigliani ve Miller, 1958) Daha sonra birtakım değişikliklere uğrayan söz konusu çalışmada, iflas maliyetleri ve faizin vergi yararlarının bulunmadığı varsayımı altında, şirketin piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu savunulmuştur.

Duran tarafından 1963 yılında yapılan çalışmada söz konusu çalışmanın bazı varsayımları eleştirilmiştir. Bunun üzerine Modigliani ve Miller (1963) ilk çalışmalarında bazı düzeltmeler yaparak borçlanma miktarı arttıkça borçlanmanın yarattığı ek vergi yararlarının azaldığını ortaya koymuş ve borçlanmanın yarattığı vergi tasarrufuna rağmen firmanın borç oranını mümkün olan en üst düzeye çıkartmamasını şirketlerin kullanılmayan borç rezervi bulundurma eğilimine bağlamışlardır.

Borcun artması firmanın vergi yararlarını artıracak ve şirketin değeri kapitalize edilmiş vergi yararlarının kurumlar vergisi oranı ile çarpımı kadar artacaktır. Yatırımcıların kişisel gelir vergisi oranları gözönüne alındığında, öz sermaye ile finansmanın daha ucuz olduğu durumlar ortaya çıkabilmektedir. Yatırımcıların vergi dilimleri farklı olduğunda ve borcun faiz gelirine uygulanacak vergi oranı, hisselerin sermaye kazancı vergilendirilmesinden daha fazla olduğunda, kurumda sağlanan vergi yararları kısmen tahvil sahiplerinin kişisel vergi borçları ile yok olmaktadır.

Merton 1977 yılında yaptığı bir çalışmada, farklı kişisel vergilendirmenin bulunduğu ortamda, borcun marjinal kişisel vergi dezavantajları ile şirketlerin arz ayarlamaları birleştiğinde, söz konusu bu borcun kurumlar vergisi yararını yok edeceğini ve piyasa fiyatlarını bir dengeye getirerek borçlanmanın şirket değerine etkisini yok edeceğini savunmuştur (Miller, 1977).

Miller (1977)'a göre tahvil gelirlerine uygulanan vergi oranı ile hisse senedi gelirlerine uygulanan vergi oranı eşit olduğunda hissedarların şirketin borçlanması nedeniyle sağladığı kazanç borcun piyasa değeri ile kurumlar vergisi oranının çarpımına eşittir. Eğer hisse gelirleri borcun faiz gelirlerinden daha düşük oranda vergilendiriliyorsa hissedarların şirketin borçlanmasından kaynaklanan kazançları yukarıda belirtilen değerin altında olacaktır. Bunun nedeni, tahvil sahiplerinin faiz gelirlerinin yüksek vergilendirilmesinden doğan kaybı

gidermek için tahvilin vergi öncesi getirisinin vergi dezavantajını karşılayacak şekilde artmasını istemeleridir. Aksi durumda, tahvil satın almak istemeyeceklerdir. Bu durumda borç ile finansmanın hissedarlara sağlayacağı kazanç kişisel vergi oranları ile kurumlar vergisi oranı arasındaki ilişkiye bağlı olarak kaybolabilecek ve hatta zarara dönüşebilecektir.

Miller (1977)'in 1977 yılında yayınladığı bu makalesi çeşitli eleştirilere neden olmuştur. Konuya ilişkin farklı yaklaşımlar içeren çalışmalarında De Angelo ve Masulis (1980) şirketlerde vergi avantajı sağlayan amortisman ve yatırım indirimi gibi unsurların gözardı edilmesinin Miller'in söz konusu çalışmasının eksikliği olduğunu vurgulamışlardır. Buna göre amortisman ve yatırım indirimi gibi etkenlerin varlığı şirketin vergi avantajının kısmen kullanılmasına neden olacak, dolayısıyla borçlanmanın düzeyi vergi koruması sağlayan bu faktörlerle ters yönde değişecektir.

Modigliani ve Miller (1965) elektrik şirketleri üzerinde yaptıkları diğer bir çalışmada, şirketin değeri ile borcun vergi yararları arasında önemli ve aynı yönde bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Masulis (1980) tarafından benzer bulgulara ulaşılan bir çalışmada, vergi yararları sağlayan amortisman ve satılan mallar maliyeti gibi tarihi maliyetleri yansıtan kalemlerin enflasyon arttıkça nominal gelirleri yükselteceği ve yatırımların vergi yararlarının reel değerinin azalacağı gösterilmiştir.

Bu konuda yapılan diğer çalışmada, Modigliani (1982) borcun şirket değerine etkisini kabul etmektedir. Borcun artması halinde yatırımcılar borcun vergi yararını riskli kabul edecekler ve bu nedenle borcun şirket değeri üzerinde etkisi sınırlı seviyede olacaktır. Ayrıca sermaye ve borç kazançlarının vergilendirme oranları farklı olduğunda farklı portföy oluşturan yatırımcı grupları oluşacaktır.

Özetle, Modigliani ve Miller (1965) şirketin toplam değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve şirketin değerini artırmanın, ancak nakit akımını artırmak ile olanaklı olacağını ortaya koymuşlardır. Şirketin faaliyetlerinin kredi veya öz sermaye ile finanse edilmesi, sadece şirketin toplam değerinin şirkete finansman sağlayanlar arasında nasıl paylaşılacağına etki ettiğini vurgulamışlardır.

#### 4.2. Mal ve Hizmet Fiyatı

Şirketin ürettiği ve satın aldığı mal ve hizmetlerin fiyatları şirketin nakit akımını etkileyen bir faktördür. Şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış şirketin nakit akımını artırır. Aynı şekilde, satın alınan mal ve hizmetler için ödenen fiyatların azalması da nakit akımında artış sağlar. Serbest piyasa koşullarında satış fiyatlarındaki artış nakit akımında belli bir dereceden sonra olumsuz etki yaparak azalmaya neden olabilir. Şirketin satış geliri fiyat yanında miktarın da bir fonksiyonudur. Fiyat ve miktar arasındaki ilişki nakit akımını belirler. Dolayısıyla, fiyat ile şirket değeri arasındaki ilişki şirketlerin faaliyette bulunduğu piyasanın yapısına doğrudan bağlıdır.

#### 4.3. Pazar Payı

Şirketin pazar payının artması nakit akımında artma yanında, faaliyette bulunulan piyasanın durumuna bağlı olarak azalma da oluşturabilir. Şirketin satış geliri pazar payı yanında satış fiyatının da bir fonksiyonudur. Satış fiyatı ile birlikte satış miktarındaki artış şirketin nakit akımını artırır.

#### 4.4. Şirket Sahipliği

Şirket sahipliği ile şirket değeri arasındaki ilişki şirket hakkında farklı derecede bilgiye sahip olma ile açıklanabilir. Şirket sahipleri şirket ile ilgili daha fazla ve doğru bilgilere sahiptirler. Bu nedenle, şirket sahipleri açısından biçilen değer ile üçüncü taraflarca biçilen değerler birbirinden farklı olacaktır. Şirket sahipleri ile üçüncü tarafların şirket ile ilgili sahip oldukları bilgiler arasındaki farkın azalması ile biçilen değerlerde birbirine yakınlaşacaktır.

#### 4.5. Hedging

Hedging son yıllarda şirket yönetiminin gündeminden hiç düşmeyen bir konu olmuştur. Hedging finans yazınında yeni bir kavram olmayıp, sadece son yıllarda işlem hacmi çok artmıştır. İşlem hacmi ile birlikte hedging işleminin amacı ve bu amaç ile pazara sunulan ürün çeşitlerinde de artış gözlenmektedir. Şirketlerin risk yönetiminde swap, vadeli sözleşmeler, opsiyon gibi finansal türev ürünler etkili araçlar olması yanında, şirketlere yeni riskler de getirmektedir (The Economist, 1996). Hedging'in şirket değeri üzerindeki etkisi halen tartışılan bir konudur. Çoğu şirketin hedging'i şirketin değerini artırmak için değil, risk yönetimi amacı ile kullandığı görülmektedir (The Economist, 1996; Culp ve Miller, 1995).

Hedging ile şirket değeri arasındaki ilişki Modigliani-Miller'in teorisine göre şu şekilde ifade edilebilir (The Economist, 1996). Modigliani-Miller'in teorisine göre, etkin piyasa varsayımı altında, herhangi bir şirketin

değeri, o şirketin faaliyetlerinden ve yatırımlarından sağlanacağından, şirketin toplam değeri yatırımların nasıl finanse edildiğinden bağımsızdır. Başka bir deyişle, şirketin toplam değeri sermaye yapısından bağımsızdır. Dolayısıyla gerek finansman türü gerekse finansal risklerin niteliği şirket değerine etki etmeyeceğinden, bunların yönetimi de bir anlam ifade etmeyecektir. Diğer taraftan; hedging işleminin bir maliyeti olduğundan, şirketin değeri hedging maliyeti kadar azalacaktır. Modigliani-Miller, finansal risklerin şirket yönetimince değil yatırımcı tarafından yönetilmesi gerektiğini belirtmiştir. Bu amaçla, yatırımcının yatırımlarını portföy çerçevesinde farklılaştırabileceğini belirtmişlerdir (The Economist, 1996).

Ancak Modigliani-Miller'in teorisi tam rekabet piyasası koşullarında geçerlidir. Tam rekabet piyasası koşullarından birinin sağlanmaması durumunda, Modigliani-Miller'in teorisi geçerli olmayacak ve sermaye yapısına bağlı olarak şirketin toplam değerinde değişme görülebilecektir. Barnes (1999) tam rekabet piyasası varsayımlarının geçerli olmaması durumunda hedging ile şirketin toplam değerinin artacağını savunmaktadır.

Diğer taraftan, şirketlerin planladığı yatırım programı için elinde yeterli nakit akımını teminat altına almak için hedging yapması gerekmektedir (Froot vd., 1994). Böylece şirketlerin sermaye ve para piyasalarındaki olumsuzluklar karşısında planladığı yatırım programını devam ettirmek için elinde yeterli miktarda nakit akımı bulunacaktır.

Risk yönetimi yanında hedging sermaye maliyetini düşürmek için de kullanılmaktadır. Şirketler borçlarını tahvil, opsiyon veya vadeli ürünlerden oluşan melez bir borç yapısına ulaşılarak sermaye maliyetlerini azaltıcı önlemler almaktadırlar.

Finans yazınında hedging işlemlerinin şirket değerini artırdığına ilişkin bir çalışma yoktur. Ancak Rao ve Edmunds (1998) hedging'in uygun yönetildiği takdirde şirket değerini artırabileceğini, yanlış hedging uygulamalarının ise şirket değerini azaltabileceğini belirtmiş ve hedging'in etkin kontrolü amacıyla Microsoft Excel ortamında bir yazılım geliştirmişlerdir.

Buna rağmen, hedging ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi anlamak için detaylı çalışmaların yapılması gerekmektedir. Ancak şirketlerin gelecekte ne tür riskler ile karşı karşıya kalabileceği önceden tespit edilebilirse ve piyasada bu risklere karşı finansal araçlar varsa hedging şirketlerin büyük ölçüde nakit akımlarında kayıp olmamasına katkı yapacaktır.

Finansal türev ürünler şirket yönetiminde etkin ve etkili bir araç haline gelmiştir. Finansal türev ürünler şirketin karşı karşıya olduğu risklerin dengelenmesi için yararlı bir araçtır. Bu araçlar yardımı ile şirket rekabet avantajı kazanabilir. Uygun şekilde yönetilen risk daha düşük kredi maliyetine, net karda daha az dalgalanmaya ve şirket değerinde artışa neden olabilir (Baril vd., 1996).

#### 4.6. Amortisman

Amortisman şirketin nakit akımında sadece ödenecek verginin miktarı açısından etkide bulunmaktadır. Şirket ayrılan amortisman miktarına bağlı olarak farklı miktarlarda vergi ödeme yükümlülüğü altına girer. Amortisman miktarındaki artış şirketin daha az miktarda vergi ödemesi ile şirket hissedarları için nakit akımının artmasına neden olur. Bu bakımdan, ilk üretim yıllarında fazla miktarda amortisman ayrılması hissedarlar açısından şirket değerini artırıcı yönde etki yapar. Ancak mutlak etkinin belirlenmesi için zaman boyutunda amortisman ayrılması ile şirket değerinin değişiminin analiz edilmesi gerekmektedir.

#### 4.7. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

İçeriden öğrenenlerin ticareti şirket çalışanlarının kamuoyuna açıklanmamış bilgileri önceden öğrenip kullanmalarıdır. Borsada yatırım yapan diğer kişilere göre ahlaki olmayan bir şekilde avantaj elde edilerek yapılan bir ticaret şeklidir. Kamuoyunun bilmediği bilgilere sahip olarak diğer yatırımcılara göre önceden işlem yapma fırsatı elde eden şirket çalışanlarının çalıştığı şirketin hisseleri üzerinde işlem yapması iş ahlakı açısından uygun karşılanmamaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti şirketin hisse senedi fiyatlarında önce artışa neden olmaktadır. Bu ahlaki olmayan davranış ortaya çıktıktan sonra şirketin hisse senedi fiyatlarında düşüş görülmektedir.

#### 4.8. Temettü Politikası

Temettü politikasının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin yaklaşımlar incelendiğinde, bu konuda bir görüş birliğinin olmadığı, yüksek miktarda temettü dağıtımının şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, olumsuz etkileyeceğini veya temettü politikasının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir (Korgun, 1999; Weston ve Copeland, 1992; Bernstein, 1992).

#### 4.8.1. Temettü Dağıtımının Şirket Değeri Üzerinde Etkisi Olmadığını Savunan Görüş

Bu görüşün en önemli savunucuları Merton Miller ve Franco Modigliani'dir. Modigliani-Miller tarafından ortaya atılan bu görüşe göre; temettü politikasının ne şirket değeri üzerinde ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağı öne sürülmektedir. Bu görüş iki temel varsayım üzerine kurulmuştur. Bunlardan birincisi yatırım kararlarının ve borç/öz kaynak oranının daha önceden ve izlenen temettü politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. Diğeri ise etkin işleyen bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir.

Modigliani-Miller'in görüşüne göre şirket yatırımlarının ve borç/öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim temettü için, bir birimlik ihraç gerekecektir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı artmakta ve mevcut yatırımcıların elinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak mevcut yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri temettü tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket hisse senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Varsayımlarına bağlı olarak Modigliani-Miller'in görüşü kabul edilmekle birlikte, bu varsayımların gerçekçi olmadığı da vurgulanmaktadır.

Ancak Modigliani-Miller'in görüşünün etkin olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları Modigliani-Miller'in yanısıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'dur ve yaklaşımlarını müşteri etkisi (*Clientile Effect*) olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar (Black ve Scholes, 1974). Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettülere ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük temettü ödemesi yapılan hisse senetleri veya temettü ödemesinde bulunulmayan hisse senetleri tercih edilmekte iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek temettü getirisi sağlayan hisse senetleri tercih edilmektedir. Şirketler uyguladıkları temettü politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni temettü politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir. Bu görüşü savunanlarca, müşteri etkisinin, ancak uzun süreli olması halinde geçerli olduğu öne sürülmektedir.

#### 4.8.2. Temettü Dağıtımının Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunan Görüş

Bu gruba giren taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir kısmı şirketlerce yapılacak yüksek tutarlı temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunmaktadır.

Bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne (*Bird in the Hand Theory*) ve temettü ödemelerinin şirketlerin finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır. Eldeki Kuş Teorisi'ne göre yatırımcılar, elde ettikleri bir birimlik temettüyü bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadır. Bunun nedeni, temettünün şirket yöneticilerince kontrol edilebilmelerine karşın, şirket hisse senedi fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla kâr payı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır.

Bu görüş kapsamında ayrıca temettünün yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu da ortaya konulmaktadır. Çünkü etkin olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut finansal yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetric bilgi dağılımı söz konusudur. Bu nedenle, yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları temettüler, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Şirket tarafından yapılan yüksek tutardaki temettü ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden şirketin hisse senedi fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir.

#### 4.8.3. Temettü Dağıtımının Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisi Olduğunu Savunan Görüş

Net karın büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunan taraflar, bu görüşlerini iki noktada toplamaktadırlar. Bunlar vergi ve yapılan ihraçların maliyetidir.

Konuya vergi açısından bakıldığında, birçok ülkede sermaye kazancı, temettü gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edilen karın ortaklara temettü olarak aktarılması, ödeyecekleri vergi sonrasında ortakların ellerinde daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır.

Düşük tutarda ödenen temettülerin şirket değeri üzerinde olumsuz etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğeri bir husus, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, şirketler tarafından yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan



ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutarı ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum oluşturmaktadır.

## 5. DİĞER FAKTÖRLER

Makroekonomik, finansal ve şirkete ilişkin faktörler dışında kalan tüm faktörler diğer faktörler kapsamında, teknik ve çevre faktörleri alt başlıklarında ele alınmıştır.

### 5.1. Teknik Faktörler

Şirket değerini etkileyen teknik faktörler de vardır ve bunlar için genel bir sınıflama yapmak olanaklı değildir. Her sektör için ve hatta sektör üyesi şirketleri etkileyen teknik nitelikli parametreler farklı olabilmektedir. Örneğin bir madencilik şirketi için yeraltındaki cevher rezervinin miktarı, kalitesi, nem, tenör, verimlilik, tesis kapasitesi, üretim prosesi parametreleri şirket değerinde etkili olmaktadır. Bir başka örnek vermek gerekirse, rüzgâr enerjisine dayalı elektrik üreten üretim tesisine sahip bir şirketin değeri, rüzgâr güllerinin bulunduğu bölgedeki rüzgâr hızı, rüzgâr yönü, nem oranı, rüzgâr türbininin yerden yüksekliği, rüzgâr türbininin çapı gibi teknik parametrelerden etkilenecektir. Tüm bu parametreler elektrik üretim miktarını, sonuçta ilgili şirketin satış hasılatını doğrudan etkileyen teknik faktörlerdir.

### 5.2. Çevre Faktörleri

İşletmelerin faaliyetlerinde diğer faktörler yanında faaliyette bulunduğu ve etkileşim içinde olduğu çevreyi dikkate alması gerekmektedir. İşletmelerin dış çevresi ile ilişkisi gerek yasal gerekse yasal olmayan etik kurallar olarak düzenlenmiştir. Çevre ile ilişkiyi düzenleyen yasal mevzuat olmasa bile etik kurallar şirketlerin faaliyetlerini ve imajını etkileyebilmektedir. Dış çevrenin şirket üzerindeki olumsuz etkisi şirketin değerini azaltıcı, aksi yöndeki gelişmeler ise artırıcı etki yapar. Çevreye duyarlı bir şirketin ürünleri daha fazla tercih edilebilir. Bunun yanında faaliyette bulunduğu çevrede sosyal sorumluluk çerçevesinde projeler geliştirip topluma katkıda bulunmak ilgili şirketin değerine olumlu yönde etkide bulunabilir.

## 6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Şirket değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Şirketin faaliyette bulunduğu çevre ile etkileşimi neticesinde gerek çevrenin neden olduğu gerekçeler gerek şirketten kaynaklanan gerekçeler ilgili şirketin değerini etkiler. Bu çalışmada şirket değerine etki eden faktörler üç ana başlık altında toplanmıştır. Bu faktörler; makroekonomik faktörler, finansal ve şirkete ilişkin faktörler ile diğer faktörlerdir. Diğer faktörler kapsamında teknik ve çevre faktörleri incelenmiştir. Bu çalışma ile sistematik yaklaşım çerçevesinde şirket değerini etkileyen faktörler gruplandırılmaya çalışılmış ve her grupta yer alan faktörlerin şirket değerini ne yönde etkilediği konusunda literatürde ulaşılan çalışmalar ışığında değerlendirmelerde bulunulmuştur. Bu çalışmada aktarılan faktörleri genişletmek ve alt gruplara ayırmak mümkündür. Çalışmanın bu konuda yapılacak diğer çalışmalara ışık tutacağı düşünülmektedir.

Genel olarak bir şirketin değeri; karlılığına, gelecekteki yatırım yeteneğine, riskine ve risksiz yatırım araçlarına göre getirisine bağlı olduğu belirtilmektedir (Piper ve Fruhan, 1988). Ticaretin küreselleşmesi ve uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu şirketlerin karşılaştığı riskleri dramatik bir şekilde değiştirmektedir. Bugün şirketlerin maliyet, gelir, rekabet durumu gibi parametreleri küresel şirketler ile olan etkileşiminden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu durumdan döviz kuru, mal ve hizmet fiyatları ile hisse fiyatları da etkilenmektedir. Godfrey ve Espinosa (1998)'nin da belirttiği üzere, bu risklerin anlaşılması ve analiz edilmesi değerlemede doğru karar almaya katkıda bulunacaktır.

Diğer taraftan, bir şirket ile ilgili yeni hiçbir bilgi kamuoyuna ifşa edilmese bile, o şirketin değeri piyasadaki gelişmelere bağlı olarak beklentilerden etkilenir. Bu nedenle, şirket değerlemesi faaliyette bulunulan sektörde başarı ve başarısızlığı belirleyen faktörlerin anlaşılmasını gerekli kılmaktadır. Faaliyette bulunulan sektörle ilgili bilgilerin şirket değerlemesinde daha iyi sonuçlar verdiği bilinmektedir (Damodaran, 1994; Damodaran, 2000). Bu nedenle, her şirketin faaliyette bulunduğu sektöre bağlı olarak şirket değerine etkisi olabilecek faktörlerin ortaya konulması ve izlenmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir. Bu şekilde izleme sonucunda şirket değerinin etkin yönetimi için önceden uygun tedbirlerin alınması mümkün olabilecektir.

## KAYNAKÇA

Baril, C. P., Benke, R. L. & Buetow, G. W. (1996). "Managing Risk With Derivatives", Management Accounting, November, 20-27.

Barnes, R. (1999). "Hedging; An Obstacle or A Blessing?", Mastering Finance 4, The Financial Times, 5-6.

- Bernstein, P. L. (1992). "Investment, Valuation, and Dynamics: A Case Study in the Law of Supply and Demand", *Business Economics*, July, 27(3): 38-44.
- Black, F. & Scholes, M. S. (1974). "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, 1: 1-22.
- Bodnar, G. (1999). "Exchange Rate Exposure and Market Value", *Mastering Finance 4*, *The Financial Times*, 2-4.
- Choi, J. & Prasad, A. M. (1995). "Exchange risk sensitivity and its determinants: A firm and industry analysis of U.S. multinationals", *Financial Management*, Autumn, 24(3): 77-89.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (1991). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 9-10.
- Culp, C. & Miller, M. (1995). "Hedging in the Theory of Corporate Finance: A Reply to Our Critics", *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, 78-85.
- Damodaran, A. (2000). *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1-8.
- Damodaran, A. (1994). *Study Guide for Damodaran on Valuation; Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 50-74.
- De Angelo, H. & Masulis, R. W. (1980). "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, June, 8: 139-178.
- Durukan, M. B. (1999). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi", *İMKB Dergisi*, Temmuz-Ağustos-Eylül, 3(11): 19-47.
- Froot, K., Scharfstein, D. & Stein, J. (1994). "A Framework for Risk Management", *Harvard Business Review*, November, 49-56.
- Godfrey, S. & Espinosa, R. (1998). "Value At Risk and Corporate Valuation", *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, 10(4): 108-115.
- İnce, Y. (1998). "Hisse Senetleri Fiyatlarını Rasyoların Dışında Etkileyen Faktörler", *Uzman Gözüyle Bankacılık*, 22: 6-8.
- Kim, M. K. & Wu, C. (1998). "Effects of Inflation on Capital Structure", *The Financial Review*, May, 23(2): 183-200.
- Korgun, A. (1999). *Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye ilişkin Uygulama Önerileri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Araştırma Raporu, XIV-12/6-4, 4 Ekim, 9-16.
- Masulis, R. W. (1980). "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers", *Journal of Financial Economics*, June, 8: 139-178.
- Miller, M. H. (1977). "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, May, 32: 261-278.
- Modigliani, F. (1982). "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation", *Journal of Finance*, May, 2: 255-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1965). "Reply", *American Economic Review*, June, 55: 524-527.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June, 43: 433-443.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). "The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, June, 48: 261-297.
- Neftçi, S. (1997). "Dünya Borsalarında Dram ve Komedi", *Hürriyet Gazetesi*, 31 Ekim.
- Özçam, M. (1997). *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.: 104, Ankara, 35.
- Özting, A. (1989). *Finansal Yönetim, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5. Baskı*, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Yayın No.: 56, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No.: 8, Haziran, İstanbul, 434-444.

Piper, T. R. & Fruhan, W. E. (1988). "Is Your Stock Worth its Market Price?". (Ed. Stephen H. Archer & S. Kerr Hulbert), Readings and Cases in Corporate Finance, ss. 20, McGraw Hill Inc., New York.

Rao, A. & Edmunds, J. (1998). "Link Your Company's Hedging to Raising Your Stock Price", European Management Journal, February, 16(1): 63-69.

The Economist, (1996). "Too Hot to Handle? The Art of Risk-Spreading (Part 6 of 9), A Survey of Corporate Risk Management", <http://www.economist.com/archive/view.cgi>, 10 Şubat, 1-22.

Weston, J. F. & Copeland, T. E. (1992). Managerial Finance, Ninth Edition, The Dryden Press, Florida, USA, 657-702.