

**T.C.
GEBZE TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**SAHİPLİK VE SERMAYE YAPISININ İŞLETMELERİN
FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BİST
SINAI ENDEKSİ VE BİST HİZMET ENDEKSİ FİRMALARI
ÜZERİNDE KARŞILAŞTIRMALI BİR UYGULAMA**

**Ali Korhan ÖZEN
DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GEBZE
2019**

**T.C.
GEBZE TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**SAHİPLİK VE SERMAYE YAPISININ
İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BİST SİNAİ ENDEKSİ
VE BİST HİZMET ENDEKSİ FİRMALARI
ÜZERİNDE KARŞILAŞTIRMALI BİR
UYGULAMA**

**Ali Korhan ÖZEN
DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Gökhan ÖZER

**GEBZE
2019**



GTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 20/12/2018 tarih ve 2018/36 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 08/01/2019 tarihinde tez savunma sınavı yapılan Ali Korhan ÖZEN'in tez çalışması İşletme Anabilim Dalında DOKTORA tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE

(TEZ DANIŞMANI)

: Prof. Dr. Gökhan ÖZER

ÜYE : Doç. Dr. Mesut KARAKAŞ

ÜYE : Dr. Öğr. Üyesi Murat ÖZCAN

ÜYE : Prof. Dr. Ayşe Tansel ÇETİN

ÜYE : Doç. Dr. Meral ELÇİ

ONAY

Gebze Teknik Üniversitesi Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun
...../...../..... tarih ve/..... sayılı kararı.

ÖZET

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da Hizmet ve Sınai endekslerinde işlem gören işletmelerin sahiplik yapıları ve sermaye yapılarının işletmelerin finansal performansına etkileri ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Bu doğrultuda, pay senetleri Borsa İstanbul'da kesintisiz olarak işlem gören hizmet ve sınai işletmelerinin 2006-2014 yılları arasındaki verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde işletmelerin sahiplik yapısı en büyük ortağı payı, halka açıklık oranı, kurumsal ortağın sermaye payı, yabancı ortağın sermaye payı ile %10 ve daha fazla paya sahip ortaklar değişkenleri kullanılarak temsil edilirken, sermaye yapısı göstergesi olarak kaldıraç oranı esas alınmıştır. Finansal performans göstergeleri olarak ise sırasıyla; muhasebe, piyasa temelli performans göstergeleri ile işletmenin iflas olasılığı, diğer bir ifadeyle, finansal başarısızlık ölçütü ele alınmıştır. Sahiplik yapısının ve sermaye yapısının işletmenin finansal performansı üzerindeki ilişkisini incelemek amacıyla oluşturulan modeller OLS ve panel veri analizlerine tabi tutulmuştur. Çalışmada dengeli panel veri setiyle çalışılmıştır. Ayrıca sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki nedensellik ilişkisini incelemek için eşbütünleşme ve VAR Granger nedensellik testlerine başvurulmuştur. Yapılan analizlerin sonucunda her iki endekste açısından farklı sonuçlar elde edilmiştir. Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde sahiplik yapısı değişkenlerinden bazılarının finansal performans üzerinde belirleyici olabildikleri, aynı şekilde sermaye yapısı ve vergi avantajının da finansal performansı etkileyebildikleri tespit edilmiştir. Ayrıca sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasında bazı çift ve tek yönlü önemli kabul edilebilecek eşbütünleşme ilişkileri ortaya çıkarılmıştır. Sermaye yapısı değişkenleri ile bazı sahiplik yapısı değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı nedensellik etkilerine rastlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Finansal Kaldıraç, Finansal Performans, Granger Nedensellik Analizi, Panel Veri Analizi

SUMMARY

In this study, the effect of the ownership structure and the capital structure of the enterprises, which are traded on Borsa Istanbul and included in the Service and Industrial indices, on the financial performance of the enterprises, and the causality relationship between their ownership structures and capital structures are examined. In this respect, it has been benefited from the data of the service and industrial enterprises which are traded on Borsa Istanbul on the relevant indices uninterruptedly during the period between the years of 2006 and 2014. The ownership structure of the enterprises is represented through the use of the variables defined as the share of the largest partner, the free float rate, the corporate investor ratio, the foreign share, and the number of partners who hold more than 10% of the shares. Furthermore, the leverage ratio is used as an indicator of the capital structure. On the other hand, accounting and market-based performance indicators, and the probability of bankruptcy of an enterprise, in other words, the measure of financial failure is taken into consideration as the financial performance indicators. The models, which were developed to examine the effect of the ownership structure and the capital structure on the financial performance of the enterprise, were subjected to panel data analysis and OLS. A balanced panel data set was used in the study. In addition, cointegration and VAR Granger causality tests were applied to examine the causality relationship between the ownership structure and the capital structure. As a result of the analyses, different findings were obtained in terms of both indexes. When the results are evaluated in general, it has been determined that some of the variables used for the ownership structure can be determinant on the financial performance, and that the capital structure and the tax advantage can affect the financial performance. Furthermore, some bidirectional and unidirectional cointegration relationships, which may be considered significant, have been revealed between the capital structure and the ownership structure. Statistically significant causality effects have been found between the capital structure variables and some ownership structure variables.

Keywords: Ownership, Fund, Financial Performance, Granger Causality Analysis, Panel Data Analysis

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın ortaya çıkmasına değerli katkı ve görüşleriyle destek olan, yolumu açan ve yardımlarıyla her daim yanımda olan kıymetli hocam Prof. Dr. Gökhan zer'e,

Konuyla ilgili olarak desteklerini esirgemeyen ve bu tezin çeşitli aşamalarında yardımlarıyla destek olan arkadaşlarıma, en baőtta göstermiş olduğu sabır ve özveri için eőim Arzu Sert zen'e, bugünlere gelmemde sonsuz emekleri ve fedakarlıkları olan aileme en içten teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Bu doktora tezini, her daim örnek aldığım ve yol göstericim olan kıymetli babam Yüksel zen'e ithaf ediyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
SUMMARY	ii
TEŞEKKÜR	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR DİZİNİ	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ	ix
TABLolar DİZİNİ	x
1. GİRİŞ	1
2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	7
2.1. Sahiplik Yapısı ve İşletmenin Finansal Performansı	7
2.1. Sermaye Yapısı ve İşletmenin Finansal Performansı	10
2.2. Sahiplik Yapısı ve İşletmenin Sermaye Yapısı	12
2.3. Sermaye Yapısı ve İşletmenin Sahiplik Yapısı	14
2.4. Sahiplik, Sermaye Yapısı ve Finansal Performansı	18
3. SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI	25
3.1. Sahiplik Kavramının Tarihsel Gelişimi	25
3.2. Sahiplik Kavramının Tanımı	26
3.3. Sahiplik Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bileşenleri	27
3.3.1. Sahiplik Yoğunluğu	27
3.3.2. Sahiplik Kimliği	29
3.4. Sahiplik Yapısı Türleri	30
3.4.1. İşletme ve Sermaye Sahipliği	30
3.4.2. Sermaye Sahipliği	31
3.4.3. Sahiplik Yapılarına Göre İşletmeler	35
3.4.3.1. Sahiplik Kompozisyonu	35
3.4.3.1.1. Dağınmık Sahiplik	35
3.4.3.1.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	38
3.4.3.1.3. Yabancı Yatırımcı Sahipliği	40
3.4.3.1.4. Yönetici Sahipliği	44
3.4.3.1.5. Devlet Sahipliği	49
3.4.3.1.6. Aile Sahipliği	51
3.4.4. Sahiplik Yapısını Açıklayan Değişkenler	57

3.4.4.1. Birinci En Büyük Ortak (En Büyük Ortağın Hisse Oranı)	57
3.4.4.2. Halka Açıklık Oranı	59
3.4.4.3. Yabancı Payı	63
3.4.4.4. Kurumsal Yatırımcı Payı	66
3.4.4.5. Ortak Sayısı	70
3.4.5. Sahiplik Yapısında Kontrol Değişkenler İle İlgili Olan Çalışmalar	71
3.4.5.1. İşletme Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Etkisi	71
3.4.5.2. İşletme Yaşının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi	74
4. SERMAYE YAPISI	76
4.1. Sermaye Yapısı Kavramı	76
4.2. Borç ve Özkaynak Arasındaki Farklılıklar	78
4.2.1. Vade	78
4.2.2. İşletmenin Geliri Üzerindeki Talep Hakkı	79
4.2.3. İşletmenin Varlıkları Üzerindeki Talep Hakkı	79
4.2.4. İşletmenin Yönetimine Katılma Hakkı	80
4.3. Borç ve Özkaynak Bileşimi	80
4.4. Sermaye Yapısı-Kaldıraç ve Risk Kavramları Arasındaki İlişkiler	86
4.4.1. Kaldıraç ve Risk	86
4.4.2. Başabaş Noktası Analizleri	86
4.4.3. Faaliyet Kaldırıcı ve İşletme Riski	88
4.4.4. Finansal Kaldıraç ve Finansal Risk	90
4.4.5. Birleşik Kaldıraç	93
4.5. Sermaye Yapısı Kavramları	96
4.5.1. Sermaye Maliyeti	96
4.5.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	98
4.5.3. Marjinal Sermaye Maliyeti	100
4.6. Sermaye Yapısı Teorileri	102
4.6.1. Net Gelir Yaklaşımı	104
4.6.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	107
4.6.3. Geleneksel Yaklaşım	110
4.6.4. Modigliani Miller Yaklaşımı	113
4.6.4.1. Modigliani Miller'ın Birinci Önermesi: Borcun İlişkisizliği	116
4.6.4.2. Modigliani Miller'ın İkinci Önermesi: Özkaynak Maliyetinin Değişmesi	118

4.6.4.3. Modigliani Miller'in Üçüncü Önermesi: Yeni Yatırımların İskonto Oranı	120
4.6.4.4. Modigliani Miller'in Önergeleri ve Vergiler	120
4.6.4.5. Modigliani ve Miller'e Yönelik Eleştiriler	122
4.6.5. Ödünleşme Teorisi (Trade-Off Theory)	125
4.6.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	131
4.6.7. Temsilcilik Maliyetleri Teorisi	136
4.6.8. Piyasa Zamanlaması Teorisi	141
4.6.9. İşaret (Sinyal) Teorisi	144
4.7. İşletmelerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler	146
4.8. Sermaye Yapısını Temsil Eden Değişkenler	157
4.8.1. Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	157
5. İŞLETMELERDE PERFORMANS KAVRAMI	160
5.1. Performans Kavramı	160
5.2. Kurumsal Performans Kavramı	161
5.3. Performans Ölçme ve Değerlendirme	163
5.3.1. Performans Değerlendirme Kavramı	163
5.3.2. Performans Ölçme Kavramı	165
5.4. Finansal Performans	167
5.5. İşletmelerin Performans Yetersizliği ve Finansal Başarısızlık	171
5.5.1. Ekonomik Başarısızlık	171
5.5.2. Finansal Başarısızlık	172
5.5.3. Teknik Başarısızlık	173
5.5.4. İflas Kavramı	174
5.6. İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Nedenleri	176
5.6.1. İşletme Dışı Unsurlar	177
5.6.1.1. Toplumsal Çevre	177
5.6.1.2. Yasal ve Politik Ortam	178
5.6.1.3. Ekonomik Ortam	178
5.6.1.4. Doğal Ortam	180
5.6.2. İşletme İçi Unsurlar	181
5.6.2.1. Yönetim Yetersizliği	181
5.6.2.2. Çalışma Sermayesinin Yetersizliği ve Nakit Akış	182
5.6.2.3. Aşırı Borçlanma	183

5.6.2.4. İşletmenin Büyüklüğü ve İşletme Yaşı	184
5.6.2.5. İşletmenin Yaşam Döngüsünün Durumu	185
5.7. İşletmelerin Finansal Yapılarını Güçlendirici Stratejiler	186
5.7.1. Zorunlu Finansal Düzenlemeler ve Sermaye Yapısının Yeniden Yapılandırılması	187
5.7.1.1. Borçların Yapılandırılması	188
5.7.1.2. Borçların Vadesinin Uzatılması	189
5.7.1.3. Alacaklı İşletmelerin Alacaklarının Bir Bölümünden Vazgeçmesi	191
5.7.1.4. Kurul Atanması	191
5.7.1.5. Varlıkların Satışı (Duran Varlıkların Nakite Çevrilmesi)	193
5.7.1.6. Küçülme Yoluna Gidilmesi	195
5.7.1.7. Konkordato	196
5.7.1.8. İflasın Ertelenmesi	198
5.7.1.9. Tasfiye	202
5.8. Sermaye Yapısının Yeniden Yapılandırılması	205
5.8.1. Pay Senedi Transferi ya da İşletme Bölünmesi	206
5.8.2. Ayırma ve Satma	206
5.8.3. Kısmi ve Tam Bölünme	207
5.9. Finansal Performans Ölçme Yöntemi ve Modelleri	208
5.9.1. Muhasebe Tabanlı Finansal Performans Göstergeleri	208
5.9.1.1. Aktif Karlılığı (ROA)	208
5.9.1.2. Özkaynak Karlılığı (ROE)	210
5.9.2. Piyasa Tabanlı Finansal Performans Göstergeleri	213
5.9.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD)	213
5.9.2.2. Tobin Q Oranı	216
5.9.3. Altman ZSkor Modeli	218
6. AMPİRİK ÇALIŞMA: METODOLOJİ VE BULGULAR	224
6.1. Araştırmanın Konusu	224
6.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	224
6.3. Araştırmanın Önemi	225
6.4. Araştırmada Kullanılan Veri Seti ve Sınırlılıklar	225
6.5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler	226
6.6. Araştırma Yöntemi	231
6.7. Araştırmanın Modeli ve Hipotezler	234

6.8. Ampirik Bulgular ve Değerlendirmeler	239
6.8.1. Hizmet Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulgular ve Değerlendirmeler	239
6.8.1.1. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Modelleri	244
6.8.1.1.1. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model I Tasarımına Ait Sonuçlar	244
6.8.1.1.2. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model II Tasarımlarına Ait Sonuçlar	246
6.8.1.1.3. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model III Tasarımlarına Ait Sonuçlar	248
6.8.1.1.4. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model IV Tasarımlarına Ait Sonuçlar	250
6.8.1.1.5. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model V Tasarımlarına Ait Sonuçlar	252
6.8.1.2. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans Modelleri	254
6.8.1.2.1. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VI Tasarımlarına Ait Sonuçlar	255
6.8.1.2.2. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VII Tasarımlarına Ait Sonuçlar	256
6.8.1.2.3. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VIII Tasarımlarına Ait Sonuçlar	257
6.8.1.2.4. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL IX Tasarımlarına Ait Sonuçlar	259
6.8.1.2.5. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL X Tasarımlarına Ait Sonuçlar	260
6.8.1.3. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bağlantısına İlişkin Sonuçlar	262
6.8.1.3.1. Eşbütünleşme Testi Sonuçları	262
6.8.1.3.2. Nedensellik Testi Sonuçları	264
6.8.1.4. Hizmet Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulguların Genel Değerlendirmesi	266
6.8.2. Sınai Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulgular ve Değerlendirmeler	269
6.8.2.1. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Modelleri	273
6.8.2.1.1. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı - Finansal Performans Model I Tasarımına Ait Sonuçlar	274
6.8.2.1.2. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model II Tasarımlarına Ait Sonuçlar	276

6.8.2.1.3. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model III Tasarımlarına Ait Sonuçlar	278
6.8.2.1.4. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model IV Tasarımlarına Ait Sonuçlar	280
6.8.2.1.5. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model V Tasarımlarına Ait Sonuçlar	283
6.8.2.2. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans Modelleri	284
6.8.2.2.1. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VI Tasarımlarına Ait Sonuçlar	285
6.8.2.2.2. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VII Tasarımlarına Ait Sonuçlar	286
6.8.2.2.3. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VIII Tasarımlarına Ait Sonuçlar	288
6.8.2.2.4. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL IX Tasarımlarına Ait Sonuçlar	289
6.8.2.2.5. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL X Tasarımlarına Ait Sonuçlar	291
6.8.2.3. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bağlantısına İlişkin Sonuçlar	293
6.8.2.3.1. Eşbütünleşme Testi Sonuçları	293
6.8.2.3.2. Nedensellik Testi Sonuçları	295
6.8.2.4. Sınai Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulguların Genel Değerlendirmesi	297
7. SONUÇ	300
7.1. Tartışma ve Yorumlar	300
7.2. Kısıtlar ve Öneriler	307
KAYNAKLAR	310
ÖZGEÇMİŞ	350
EKLER	351

KISALTMALAR DİZİNİ

<u>Kısaltmalar</u>	<u>Açıklamalar</u>
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey-Fuller
ADR	: American Depositary Receipt (Amerikan Mevduat Belgesi)
AIC	: Akaike Information Criterion (Akaike Bilgi Kriteri)
AMEX	: American Stock Exchange (Amerika Menkul Kıymetler Borsası)
BDVK	: Borç Dışı Vergi Kalkanı
BİST	: Borsa İstanbul
CEO	: Chief Executive Officer (İcra Kurulu Başkanı/Genel Müdür)
EBBOP	: En Büyük Beş Ortağın Payı
EBOP	: En Büyük Ortağın Payı
EBUOP	: En Büyük Üç Ortağın Payı
FVAÖK	: Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar
FVÖK	: Faiz Vergi Öncesi Kar
F/K	: Fiyat/Kazanç
FPE	: Final Prediction Error (Son Tahmin Hata Kriteri)
FEE	: European Federation of Accountants (Avrupa Muhasebe Birliği)
GLS	: Generalized Least Squares (Genelleştirilmiş En Küçük Kareler)
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
Hadri LM	: Hadri Lagrange Multiplier Test
HAO	: Halka Açıklık Oranı
HQIC	: Hannan-Quinn Information Criterion (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
HBK	: Hisse Başlı Kar
İHA	: İlk Kez Halka Arz Edilen
İ. İ. K	: İcra İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JASDAQ	: Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotation (Japonya Elektronik Tezgah Üstü Borsası)
JB	: Jarque-Bera Normallik Testi
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	: Kamu Gözetimi Kurumu
KURY	: Kurumsal Yatırımcı Oranı
LLC	: Levin-Lin-Chu Metodu
LM	: Lagrange Multiplier
LR	: Sequential Modified LR Test Statistic (Sequential Modified Lagrange Test İstatistiği)
LSDV	: Least Squares with Dummy Variables (Kukla Değişkenli En Küçük Kareler)
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
M&M	: Modigliani and Miller

NASDAQ	:	National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Amerika Elektronik Tezgaħ Üstü Borsası)
NYSE	:	New York Stock Exchange (New York Menkul Değerler Borsası)
OECD	:	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
OLS	:	Ordinary Least Squares (En Küçük Kareler)
ORTAK	:	Ortak Sayısı
PDDD	:	Piyasa Değeri Defter Değeri
ROA	:	Return on Assets (Aktif Karlılık)
ROE	:	Return on Equity (Özkaynak Karlılığı)
SIC	:	Schwarz Information Criterion (Schwarz Bilgi Kriteri)
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TBTV	:	Toplam Borç/Toplam Varlık
TOBIN	:	Tobin Q Değeri
VALOG	:	İşletme Büyüklüğü (Varlıkların Doğal Logaritması)
VAR	:	Vector AutoRegressive (Vektör otoregresif Modeli)
VIF	:	Variance Inflation Factor (Varyans Artış Faktörü)
XUHIZ	:	Borsa İstanbul Hizmet Endeksi
XUSIN	:	Borsa İstanbul Sınai Endeksi
YAŞ	:	İşletme Yaşı
YABP	:	Yabancı Payı
YK	:	Yönetim Kurulu
Z SKOR	:	Altman ZSkor

ŞEKİLLER DİZİNİ

<u>Sekil No:</u>	<u>Sayfa</u>
4. 4. 2. 1: Doğrusal Olarak Başabaş (Kara Geçiş) Noktası Grafiği	88
4. 4. 5. 1: Birleşik Kaldıraç ve Hisse Başına Gelirdeki Değişim	95
4. 5. 3. 1: İşletmenin Marjinal Sermaye Maliyeti	102
4. 6. 1. 1: Net Gelir Yaklaşımı Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi	105
4. 6. 1. 2: Net Gelir Yaklaşımı Sermaye Yapısının İşletme Değerine Etkisi	106
4. 6. 2. 1: Sermaye Yapısının Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkisi	109
4. 6. 2. 2: Sermaye Yapısının Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Değeri Üzerindeki Etkisi	110
4. 6. 3. 1: Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti	112
4. 6. 3. 2: Geleneksel Yaklaşımına Göre İşletme Değeri	112
4. 6. 4. 2. 1: Modigliani ve Miller'ın Birinci ve İkinci Önermeleri	119
4. 6. 4. 4. 1: Vergi Etkisi Olduğunda Oluşan Sermaye Maliyeti	121
4. 6. 4. 4. 2: Vergi Etkisi Olduğunda Oluşan İşletme Değeri	121
6. 7. 1: Araştırma Modeli	235

TABLolar DİZİNİ

<u>Tablo No:</u>	<u>Sayfa</u>
2. 3. 1: Sermaye Yapısının Sahiplik Yapısına Etkisi	18
2. 3. 2: Sahiplik, Sermaye Yapısı ve Finansal Performans Arasındaki İlişkileri İnceleyen Bazı Çalışmalar	
119	
3. 4. 1. 1: Şirket Türleri	
331	
5. 9. 3. 1: ZSkor Modelleri	
22220	
6. 5. 1: Bağımlı Değişkenler	
22228	
6. 5. 2: Sahiplik Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler	229
6. 5. 3: Sermaye Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler	229
6. 5. 4: Kontrol Değişkenleri	230
6. 7. 1: Sahiplik Yapısının Bağımsız Değişken Olduğu Modeller	237
6. 7. 2: Sermaye Yapısının Bağımsız Değişken Olduğu Modeller	238
6. 8. 1. 1: Hizmet Endeksi Serilerinin Betimsel İstatistikleri	239
6. 8. 1. 2: Hizmet Endeksi Serilerinin Birim Kök Testi Sonuçları	240
6. 8. 1. 3: Hizmet Endeksi Serileri Korelasyon Matrisi	242
6. 8. 1. 4: Hizmet Endeksi Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri VIF İstatistikleri	243
6. 8. 1. 1. 1: MODEL I - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	244
6. 8. 1. 1. 2: Hizmet Endeksi MODEL I Sonuçları	246
6. 8. 1. 1. 2. 1: MODEL II - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	247
6. 8. 1. 1. 2. 2: Hizmet Endeksi MODEL II Sonuçları	248
6. 8. 1. 1. 3. 1: MODEL III - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	249
6. 8. 1. 1. 3. 2: Hizmet Endeksi MODEL III Sonuçları	250
6. 8. 1. 1. 4. 1: MODEL IV - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	251
6. 8. 1. 1. 4. 2: Hizmet Endeksi MODEL IV Sonuçları	252
6. 8. 1. 1. 5. 1: MODEL V - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	253
6. 8. 1. 1. 5. 2: Hizmet Endeksi MODEL V Sonuçları	254

6. 8. 1. 2. 1. 1: MODEL VI - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	255
6. 8. 1. 2. 1. 2: Hizmet Endeksi MODEL VI Sonuçları	256
6. 8. 1. 2. 2. 1: MODEL VII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	256
6. 8. 1. 2. 2. 2: Hizmet Endeksi MODEL VII Sonuçları	257
6. 8. 1. 2. 3. 1: MODEL VIII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	258
6. 8. 1. 2. 3. 2: Hizmet Endeksi MODEL VIII Sonuçları	258
6. 8. 1. 2. 4. 1: MODEL IX - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	259
6. 8. 1. 2. 4. 2: Hizmet Endeksi MODEL IX Sonuçları	260
6. 8. 1. 2. 5. 1: MODEL X - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	260
6. 8. 1. 2. 5. 2: Hizmet Endeksi MODEL X Sonuçları	261
6. 8. 1. 3. 1. 1: Kao Hata Terimleri Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları	262
6. 8. 1. 3. 1. 2: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları	263
6. 8. 1. 3. 1. 3: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları	264
6. 8. 1. 3. 2. 1: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları	265
6. 8. 1. 3. 2. 2: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları	266
6. 8. 2. 1: Sınai Endeksi Serilerinin Betimsel İstatistikleri	269
6. 8. 2. 2: Sınai Endeksi Serilerinin Birim Kök Testi Sonuçları	270
6. 8. 2. 3: Sınai Endeksi Serileri Korelasyon Matrisi	272
6. 8. 2. 4: Sınai Endeksi Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri VIF İstatistikleri	273
6. 8. 2. 1. 1. 1: MODEL I - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	274
6. 8. 2. 1. 1. 2: Sınai Endeksi MODEL I Sonuçları	276
6. 8. 2. 1. 2. 1: MODEL II - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	277
6. 8. 2. 1. 2. 2: Sınai Endeksi MODEL II Sonuçları	278
6. 8. 2. 1. 3. 1: MODEL III - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	279
6. 8. 2. 1. 3. 2: Sınai Endeksi MODEL III Sonuçları	280
6. 8. 2. 1. 4. 1: MODEL IV - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	281
6. 8. 2. 1. 4. 2: Sınai Endeksi MODEL IV Sonuçları	282
6. 8. 2. 1. 5. 1: MODEL V - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	283
6. 8. 2. 1. 5. 2: Sınai Endeksi MODEL V Sonuçları	284
6. 8. 2. 2. 1. 1: MODEL VI - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	285

6. 8. 2. 2. 1. 2: Sınai Endeksi MODEL VI Sonuçları	286
6. 8. 2. 2. 2. 1: MODEL VII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	287
6. 8. 2. 2. 2. 2: Sınai Endeksi MODEL VII Sonuçları	287
6. 8. 2. 2. 3. 1: MODEL VIII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	288
6. 8. 2. 2. 3. 2: Sınai Endeksi MODEL VIII Sonuçları	289
6. 8. 2. 2. 4. 1: MODEL IX - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	290
6. 8. 2. 2. 4. 2: Sınai Endeksi MODEL IX Sonuçları	291
6. 8. 2. 2. 5. 1: MODEL X - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları	2922
6. 8. 2. 2. 5. 2: Sınai Endeksi MODEL X Sonuçları	292
6. 8. 2. 3. 1. 1: Kao Hata Terimleri Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları	293
6. 8. 2. 3. 1. 2: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları	294
6. 8. 2. 3. 1. 3: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları	295
6. 8. 2. 3. 2. 1: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları	296
6. 8. 2. 3. 2. 2: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları	297

1. GİRİŞ

İşletme sahipleri, yöneticiler ve diğer hissedarlar arasında meydana gelen çıkar çatışmaları ile işletmenin kontrolünü elinde bulunduranlar ve dışardan takip eden hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, kurumsal yönetim literatürünün merkezini oluşturmaktadır.

İşletmelerdeki kurumsal sahiplik ve sermaye yapılarında benzerlikler bulunabildiği gibi ciddi farklılıklarda gözlemlenebilmektedir. Bu farklılıklar da işletmenin finansal performanslarını etkileyebilmekte ve bu etkiler gerek sahiplik gerekse sermaye yapılarının oluşum kararlarını etkilemektedir. Bir işletmenin mevcut sermaye yapısı, işletmenin finansman gereksiniminde kullanılan borç ve özkaynak birlikteliğini ifade etmektedir. İşletmenin sermaye yapısının inşa edilmesi ve buna yönelik bir yapının oluşturulması, işletmenin karar vermekle yükümlü olduğu en önemli finansal konulardan biridir. Bu kararlar, işletmenin finansal yapısı, mülkiyet yapısı ve işletmenin kurulmasındaki temel sebeplerden biri olan karlılığı üzerinde yadsınamayacak bir öneme sahiptir. İşletmenin kurucu ortakları, hissedarları ve finansmanından sorumlu yöneticiler işletmenin mevcut değerini artıracak veya ortakların işletmeye dair memnuniyetini çoklaştıracak bir sermaye bileşimi oluşturmaya çalışmaktadırlar.

İşletmelerde yer alan yöneticilerin 1958 senesine kadar sermaye bileşimi üzerinde yoğunlaştıkları alan her durum için değişmeyen ve en uygun bir sermaye yapısına ulaşmayı hedeflerken, ilgili senede Modigliani ve Miller (M&M)'in yaptığı bir çalışmada sermaye bileşimi ve sermaye maliyetiyle işletme değeri arasında herhangi bir ilişkinin yer almadığı tespit edilmiş bununla birlikte işletmelerin sahip olduğu risklerin daha dikkat çekici olduğu öne çıkmıştır. Diğer bir ifade ile belirtilecek olunursa, M&M'nin sermaye bileşimi konusunda gerçekleştirdikleri çalışma bugünkü anlamda işletme finansı teorisine ilişkin ilk örnektir. Modern anlamda ortaya konulan M&M'in modelini izleyen dönemlerde, işletmelerin sermaye yapılarını inşa etmelerinde etkisi bulunan değişkenler üzerinde çok miktarda çalışma yapılmıştır.

Sermaye yapısının ne olduğunu ortaya koyan çalışmalar, üzerinde durdukları faktörlere göre çok farklı sonuçlara erişmektedirler. Bunlara kısaca baktığımızda, ödünleşme teorisi vergi konusuna, finansman hiyerarşisi konusu bilgi eşitsizliğine, Modigliani ve Miller'ın modeli tutarlı ve istikrarlı piyasalara, sonuç olarak

temsilcilik teorisi ise temsilci maliyetlerinin önemine değinmektedir. Bu kavramlar genişletilecek olunursa, ödünleşme teorisi ile işletmelerin sermayelerine ek bir ilavede bulunmaları yerine vergiden kaynaklanan tasarruf etkisi nedeniyle yabancı kaynak kullanımı ile finansmanını gerçekleştirmesini; finansman hiyerarşisi teorisi ile işletmelerin öncelikli olarak dağıtılmamış karları ve varlıklarının satılması yoluyla iç kaynaklar ile finansman yoluna gitmesini tavsiye etmektedir. Bunlara ek olarak temsilcilik teorisinde anlatılan konu, işletme içerisinde yer alan çıkar grupları arasında meydana gelen çatışmaları içermektedir. Jensen ve Meckling (1976) temsilcilik teorisine ilk değinen kişilerdir. Bu çalışmada işletmeler, en uygun sermaye yapısını belirleyip bu yapıya dair karar verirken yabancı kaynak ve yeni hisse senedi ihracı yoluyla elde edilmesi muhtemel kaynaklar ile temsilci maliyetini minimize edecek noktayı bulmaya çalışmaktadır.

Literatürde bugüne kadar yapılan kavramsal ve uygulamaya yönelik çalışmalarda çoğunlukla en uygun sermaye yapısından söz edilse de değışmekte olan işletme koşulları ile piyasa dinamikleri nedeniyle, bir işletmenin değerini maksimize edecek veya sermaye yapısını en aza indirecek sabit ve değışmeyen bir sermaye yapısı söz konusu değildir (Sayılğan, 2010)

Sahiplik kavramı, bir varlığa dair kullanım hakkına sahip olunmasından dolayı mevcut bu varlığa dair işlem yapabilme ve tasarrufta bulunabilme hakkına sahip olmayı ifade etmektedir. Sahiplik yoğunlaşması kavramı ile ifade edilen ise işletmeye ait olan mevcut payların yüksek miktarının belirli bir kişi ya da kişiler tarafından kontrol edilmesini anlatmaktadır. Giderek büyümekte olan işletme yapılarına paralel olarak hisse sahiplerinin de artış göstermesi işletmelerin mevcut sahiplik yapılarında birtakım değışmelere yol açmış ve bu değışim günümüzde de devam etmektedir. İşletmelerin finansal performanslarını etkileyen değışkenlerden biri olan sahiplik yani mülkiyet yapısını literatürde iki farklı şekilde ele almaktadır.

Bunlardan ilki, ortaklık yoğunluğuna değinmekle mevcut ortakların ellerinde bulundurdukları hisse oranına göre belirlenmekte, diğeri ele alınmış ise ortaklık kompozisyonuna göre şekillenmektedir. Ortaklık kompozisyonu ile ifade edilen işletmedeki hissedarların bireysel ve/veya kurumsal olarak kimler tarafından oluşturulduğuna göre dikkate alınmakta ve bu ölçüt doğrultusunda bir sınıflandırma yapılmaktadır. Ortaklık kompozisyonu ile ifade edilen; yönetici sahipliği, aile sahipliği, kurumsal yatırımcı mevcudiyeti ve sahipliği, devlet yani kamu sahipliği ile yabancı sahiplik yapısı ile ifade edilen yabancı payına göre farklı biçimlerde analiz

edilmektedir. Bugüne kadar bu sahiplik yapısına dair çeşitliliklerin, bir işletmenin finansal performansına dair yansımaları literatürde yer alan birçok farklı çalışmada farklı periyotlarda, farklı değişkenler ile ve farklı gelişmişlik seviyesi ve ekonomiye sahip ülkeler bakımından analize tabi tutulmaktadır.

Performans kavramı ile genel olarak ifade edilen, farklı yollarla önceden saptanan amaçların gerçekleşme durumunun analize tabi tutulmasıdır. Bu mevcut hedefler standart olarak beyan edilmektedir. Performans kavramı bir diğer ifade edile anlatılacak olunursa, önceden saptanan bir hedefe ve belirlenmiş olan standartlara erişilip erişilmediğinin nitel ve/veya nicel yöntemlerin ışığı altında tespit edilmesidir. Performans kavramının işletme tarafından tanımı yapılacak olursa, amaç ve hedeflerin gerçekleşme durumunu ifade eden çabaların toplamı olarak belirtebiliriz.

Günümüzde işletmelerin temel amaçları olan karlılıklarını sağlaması ve hisse senetlerinden elde edecekleri değeri maksimize etmeleriyle birlikte işletmelerin performans kavramına yaptıkları göndermenin önemi artmıştır.

İşletmelerin finansal performansa yönelik temel amacı, karlılıklarını ve işletmelerinin bugünkü yani mevcut değerlerini ortak ve hissedarları açısından maksimum seviyeye getirmektir. İşletmeler bu nedenle kar bazlı performans oranlarını (Fiyat/kazanç oranı (F/K), hisse başına kar (HBK), piyasa değeri (PD)) yakından takip etme yoluyla işletmenin piyasa değerini ve hissedarlarının refahını maksimize etmeye dair hedeflerini gerçekleştirmek isterler. Mevcut ve potansiyel yatırımcılar, bir işletmeye dair yatırım kararı verirlerken yukarıda ifade edilen ve buna ek olarak hali hazırda yer alan birçok finansal oranı göz önüne alarak yatırım kararı vermektedirler. Mevcut bu oranlar, işletmelere yönelik karakteristik oranlar olduğundan ortaklara ve hissedarlara, işletmenin ve işletmeye ait hisse değerlerinin gerçek değeri hakkında bilgi vermektedirler.

İşletmelerin performanslarında meydana gelen artışla birlikte içerisinde yer aldıkları mevcut ekonomik düzene olan katkılarındaki artış son zamanlarda işletmelerin performansına etkide bulunan değişkenlere dair çalışmaları da ön plana çıkarmıştır.

Bununla birlikte işletmelerin kurumsal sahiplik yapıları ve sermaye yapıları arasındaki ilişkiler incelenmekte ve bu ilişkilerin işletme performansına olan etkisi ya da işletme performansının bu ilişkileri etkilemedeki rolü ilgi çekmektedir. Bu nedenle bu alandaki literatür sahiplik yapısı-finansal performans, sermaye yapısı-finansal performans, sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki çift yönlü

nedensellik ilişkisi bakımından ayrı ayrı incelenmiş ve son olarak bu üç faktörün birbiri üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

Bu çalışmanın amacı; sahiplik ve sermaye yapısının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Sahiplik yapısı, işletmenin sermayesini temsil edenlerin kimler olduğu ile sermaye paylarının büyüklüğünün belirlenmesini ifade etmektedir (İzciler, 2014). Sahiplik yapısını temsil eden değişkenler olarak; işletmenin hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını yani hisse senetlerinin belirli kişilerin elinde toplanması durumu ile bundan dolayı işletmenin yönetim ve kontrolünün ait olduğu kişi ya da kurumları ifade eden en büyük ortağın sermaye payı, ortak sayısı (%10'dan fazla sermaye payına sahip ortak sayısı) ile yabancı payı, halka açıklık oranı ve kurumsal yatırımcı payı değişkenleri kullanılmıştır.

Sermaye yapısını temsil eden değişken olarak aynı zamanda kaldıraç oranı olarak da adlandırılan borçluluk oranına yer verilmiştir. Bu değişken vasıtasıyla işletmenin sahip olduğu toplam varlıkların yüzde kaçının borç ile finanse edildiğini diğer bir ifade ile finansmanının sağlandığına yer verilmiştir. Yukarıda ifade edilen sahiplik ve sermaye yapısı değişkenlerinin işletmenin finansal performansına ne gibi etkilerinin olduğunu incelemek ve işletmenin finansal başarısızlığa yani iflasa olan yakınlığını incelemek ise çalışmanın bir diğer temel amacını oluşturmaktadır.

Araştırmada 2006-2014 yıllarına ait BİST (Borsa İstanbul) Sınai Endeksi ve Hizmet endeksinde kesintisiz faaliyet gösterip verileri süreklilik arz eden 142 adet işletme analiz kapsamına alınmıştır. Araştırmada kullanılan bağımlı değişkenlerimiz; muhasebe temelli performans göstergeleri olan Aktif Karlılığı (ROA), Özkaynak Karlılığı (ROE), piyasa temelli performans ölçütü olan Tobin Q ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD) göstergeleridir. Çalışmadaki son performans göstergesi ise işletmenin iflasa yakınlığını gösteren Altman ZSkorudur.

Bu çalışmanın finansal alanda daha önceden gerçekleştirilen çalışmalardan farkı; kurulan araştırma modeline ait hipotezlerden biri olan “Sermaye yapısı, işletmenin sahiplik yapısını etkilemektedir” ile “Sahiplik yapısı, işletmenin sermaye yapısını etkilemektedir” hipotezleri, konu ile ilgili daha önceden kurulmuş modellerden farklı olarak araştırma modelinin içerisine dâhil edilmiştir. Ayrıca sahiplik ve sermaye yapısının farklı derecelerde finansal performansı raporlayan ölçütler üzerindeki etkisini aynı anda görebilme ve karşılaştırabilme imkânı ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi ile sermaye

yapısı ve sahiplik yapısı arasında iki yönlü bir eşbütünsellik ilişkisinin söz konusu olup olmadığının değerlendirilmesine de imkân sunmaktadır.

Avrupa Birliği üyesi olan ülkelerdeki borsalarda işlem gören bütün işletmeler tarafından 2005’de uygulanmaya başlanmış olan Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarına, eş zamanlı olmak kaydıyla, Türkiye’de ve diğer ülkelerde de Uluslararası Muhasebe Standartlarına adaptasyon çalışmaları başlatılmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu’na uymakla mükellef olan işletmeler, Uluslararası Muhasebe Standartları ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile uyumlu olan Sermaye Piyasası Kurulunun yayımladığı Seri: XI 25 numaralı tebliğini 01.01.2005 ve 09.04.2008 tarihleri arasında uygulamışlardır. Kurumların mali tablolarını Türkiye’de ilk kez Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu vasıtasıyla Uluslararası Muhasebe Standartları ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’ndan tercüme edilerek hazırlanıp Resmi Gazete ’de ilan edilen, akabinde 2011’de Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu’nun görevlerini üstlenip tüm yetkileri bünyesinde toplayan Kamu Gözetimi Kurumu tarafından revizyonu gerçekleştirilen Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları’na uygun olacak bir biçimde oluşturmaları mecburiyeti getirilmiştir (Web 12, 2016).

İşletmeler 2005 senesinden önce mali tablolarını farklı standartlarda hazırlamaktaydılar. Araştırmanın 2006 senesinde başlamasının en büyük sebebi aynı standartlarda hazırlanmış mali tabloların karşılaştırılmasına imkân sağlamasıdır. Böylelikle mali tablolarda tekdüzelik sağlanması amaçlanmıştır.

Araştırma, finansal yatırımcılara verecekleri yatırım kararlarında performansa dayalı göstergeler eşliğinde fikir vermesi, işletme sahipleri, ortakları ve yöneticilerine sahiplik yapısı konusunda yol göstermesi, kurumsal yönetim ile ilgili düzenleyicilerin (SPK vb.) kriter koymalarında (Örn. Sahiplik yapısının nasıl olması gerektiği vb.) bir rehber niteliği taşıması çalışmanın diğer çalışmalardan ayrılmasında önemli bir unsur teşkil etmektedir.

Bu çalışma, sahiplik ve sermaye yapısının işletmenin finansal performansı üzerindeki etkileri ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki nedensellik ilişkisini içeren 4 ana bölümden oluşmaktadır. Buna göre ilk bölümde sahiplik kavramı, çeşitleri ve sahiplik yapısı türleri literatürde genel olarak kabul görmüş teoriler ve uygulamalar açısından ele alınmıştır. İlk olarak sahiplik kavramına değinilmiş, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu hakkında detaylı olarak açıklamalar

yapılmıştır. Bu bölümde yine sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonunu açıklayan değişkenler hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise, sermaye yapısının tanımı, sermaye yapısına ait kavramlar ve ilgili teorilerden bahsedilmiştir. Bu teoriler; Miller Modeli, M&M Modeli, klasik yaklaşımlar, Temsilcilik Sorunu Teorisi, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, Ödünleşme Teorisi, Sinyal Teorisi, Piyasa Zamanlaması Teorisi şeklinde ifade edilmiştir. Devamında ise işletmelerin sermaye yapılarını ifade eden faktörler ele alınarak, sermaye bileşenleri ile sermaye maliyetinin ölçümü konularına değinilmiştir.

Araştırmanın üçüncü bölümünde ise performans kavramı ele alınmıştır. Performans ana başlığı altında performans yetersizliği, finansal performans ve finansal başarısızlık ile performans yöntemi ve modelleri için iki bölüm ayrılmıştır. Bu bölümlerin ilkinde; performans yetersizliğinin sebepleri ve finansal başarısızlık konusuna değinilmiştir. İkinci bölümünde ise; finansal performans kavramı, ölçme yöntemleri ve modelleri hakkında detaylı bilgi verilmiştir.

Sahiplik ve sermaye yapısının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerine dair uygulamalı analiz ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi ile sermaye yapısı ve sahiplik yapısı arasında iki yönlü bir eşbütnsellik ilişkisinin söz konusu olup olmadığının araştırıldığı dördüncü bölümde ise sahiplik ve sermaye yapısı temsilcilerinin hem tek başına hem de kontrol değişkenleri ile birlikte finansal performansla yönelik etkilerine dair regresyon modelleri oluşturulmuştur. Araştırmada kontrol değişkenleri olarak Borç Dışı Vergi Kalkanı (BDVK), İşletme Yaşı (YAS) ve Toplam Varlık Büyüklüğü (VALOG) kullanılmıştır. Kontrol değişkenlerinin kullanılmasındaki temel amaç, işletmelerin buldukları sektör ve işletme özelliklerini ayırt etmek ve kontrol etmek ile bu değişkenlerin kurulacak modellere eklenmesiyle oluşması muhtemel değişimleri incelemektir.

Bu doğrultuda ilk olarak; araştırmanın konusu, önemi ve amacı hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra sahiplik ve sermaye yapıları ile finansal performansta kullanılan değişkenlerin nelerden oluştuğu hakkında bilgi verilerek değişkenler hakkında değerlendirmeler yapılmıştır. Ayrıca araştırmaya konu olan veriler, araştırmanın kısıtları, araştırmanın kavramsal modeli ile hipotezler ve araştırmanın metodu hakkında kapsamlı olarak bilgi verilmiştir. Bu doğrultuda kurulan regresyon modelleri için güven testleri yapılmış, elde edilen sonuçlara göre kurulan modellerde

düzeltilmelere gidilerek modelin yorumlanabilir bir yapıya kavuşturulması sağlanmış ve ilgili sonuçlar analitik bir şekilde değerlendirilmiştir.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

2.1. Sahiplik Yapısı ve İşletmenin Finansal Performansı

Kurumsal finasta uzun bir süre işletmelerdeki sermaye sahiplerinin geniş bir tabana yayıldığı, (Diğer bir ifadeyle düşük yoğunlukta¹ ortaklık yapısına sahip olduğu) ve işletme kontrolünün yöneticilerin elinde olduğu görüşü hâkim olmuştur. Bu görüşün oluşmasındaki çıkış noktası ise birçok yazar tarafından kabul gören ve yararlanılan Berle ve Means'in 1933 yılındaki "Modern Kuruluşlar ve Özel Mülk" adlı eseridir. Berle ve Means (1933), bu kitapta ABD'deki geniş tabana yayılmış sermaye yapısına sahip işletmelerin yaygın olduğu ve sermayenin sahipliğinin de küçük hissedarlar arasında dağılıp, kontrolün de büyük yöneticilerin elinde yoğunlaştığına dikkat çekmiştir. Bu nedenle eserin yönetimci çerçevede bir literatürün oluşmasına yol açtığı düşünülmektedir (Demsetz and Lehn, 1985; La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999). Bu eserden sonra yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışması işletmelerin doğasını (Nature of the firm) anlamaya çalışan araştırmacılar tarafından yoğun olarak çalışılmaktadır (Demsetz and Lehn, 1985; Jensen and Meckling, 1976). Jensen ve Meckling (1976), düşük seviyede hissedar olan yöneticilerin hissedar servetini maksimize edemediğini bunun da nedeninin bu yöneticilerin ek ödenek kullanma eğilimleri olduğunu savunmuştur.

Bununla birlikte, Demsetz ve Lehn (1985) hissedarların, sahiplik yapısındaki yoğunluklarının avantajı olduğu gibi dezavantajı olduğunu da savunmuştur. Yazarlara göre sahiplerin ortaklık payını azaltmasından elde edeceği faydalar daha fazla yoğunluk için dezavantaj oluşturmaktadır. Buna göre sahipler, enerjilerini ve zamanlarını faydaları tamamen kendilerine kalacak işlere yönlendirebilmektedirler. Sahiplikten kaçmanın maliyeti ise büyük ihtimalle daha düşük işletme performansı olacak, bunun da sonuçları bütün hissedarlar tarafından sahip oldukları hisse oranında paylaşılacaktır.

¹ Literatürde "Concentrated Ownership" olarak bahsi geçen bu ifade, belirli bir hissedar grubu üzerinde sahipliğin yoğunlaştığı anlamında kullanılmaktadır. Bu yoğunlaşmanın seviyesi yükseldikçe yani birtakım hissedarın sahiplik düzeyi arttıkça bu tür sahiplik yapılarından yüksek yoğunluklu (Concentrated ownership) sahiplik ya da ortaklık yapısı olarak bahsedilir. Aksi durumda ise sahiplik tabana daha fazla yayıldığı için düşük yoğunluklu olarak (Widely held) belirtilmektedir.

Ancak daha sonra yapılan ampirik çalışmalarda yönetsel bakış açısı sorgulanmaya başlanmış gerek ABD gerek ise diğer gelişmiş ve gelişmemiş ülke örneklerinde halka açık işletmelerde sahipliğin daha makul (Düşük olmayan yoğunlukta) düzeylerde dağıldığı ortaya konmuştur. La Porta ve arkadaşları (1999) çalışmalarında, 90'lı yılların sonu itibariyle yönetim sahipliğinin arttığına dair kanıtlar sunan çalışmaları özetlemiştirler. Yazarlar örneklemelerindeki büyük işletmelerin %36'sının düşük yoğunluklu olduğunu, %30'unun aile ya da bireyler tarafından, %18'inin devlet, %5'inin düşük yoğunluklu finansal bir kuruluş, %5'inin de düşük yoğunluklu bir işletme tarafından kontrol edildiğini bulmuşlardır. Daha küçük işletmeler için ise aile tarafından kontrol edilen işletmelerin oranı %53'e yükselmiştir. Yazarlara göre bu araştırmalar birçok ülkedeki büyük işletmelerin büyük hissedarları olduğunu, bu hissedarların da kurumsal yönetimde aktif rol aldığını ortaya koymaktadır (La Porta et al., 1999).

Kurumsal sahiplik, geniş tabana yayılmış (Widely held) ve önemli hissedarların (Ultimate owners) olduğu işletmeler diye ikiye ayırmaktadır. Bununla birlikte La Porta et al., (1999) önemli sahipler için aile ya da birey, devlet, düşük yoğunlukta ortaklık (Sahiplik) yapısına sahip finansal kuruluşlar (Banka ya da sigorta işletmesi gibi), düşük yoğunlukta ortaklık yapısına sahip işletme ve diğer (Kontrolün tek yatırımcıda olmadığı kooperatif, "Voting trust" anlaşmaları, vs.) grupları kullanmaktadır. Margaritis ve Psillaki (2010) ise önemli hissedarları aile ya da ilgili aile bireyleri, finansal kuruluşlar ve diğer sahiplik yapısındaki işletmeler olarak üç gruba ayırmıştır.

Sahiplik yapısının işletme performansına etkisi de teorik ve ampirik olarak incelenmiştir. Berle ve Means (1933) sahiplik yoğunluğunun hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını azalttığı için işletme değerini pozitif olarak etkilemesi gerektiğini ortaya koymuştur. Sahiplik ve performans arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalar arasında yüksek yoğunluklu sahiplik-işletme performansı ve kontrol güçlendirici mekanizmalar-işletme performansı ilişkileri öne çıkmaktadır. Yüksek yoğunlukta sahiplik (Ortaklık) ile işletme performansı arasındaki ilişki teorilerini aynı düzeye getirme (Alignment) ve sağlamlaştırma (Entrenchment) etkilerine göre pozitif (McConnell and Servaes, 1990; Morck, Shleifer and Vishny, 1988) ya da negatif (Villalonga and Amit, 2006) ilişki tahmin edilmektedir. Buna göre düşük yönetsel hisse sahipliği düzeylerinde yönetsel sahiplik, çıkarların birbirine yaklaşması (Aynı düzeye gelmesi) nedeniyle işletme değerini artırırken,

yönetimsel sahiplik düzeyi yüksek olduğunda sağlama etkisi nedeniyle çıkar çatışmasını arttırmakta ve işletme değerini düşürmektedir.

Bununla birlikte, sahiplik ve performans arasında istatistiki olarak anlamlı olmayan ilişkiler de yakalanmıştır. Demsetz ve Lehn (1985), Demsetz ve Villalonga (2001), Himmelberg, Hubbard ve Palia, (1999) ve sahiplik yoğunluğunun hissedarların karını maksimize eden (size) kararlarının endojen bir sonucu olduğuna yönelik ampirik sonuçlar elde etmiş, bu nedenle sahiplik yoğunluğunun işletme değerine etkisi olmadığını savunmuşlardır. Demsetz ve Villalonga (2001)'e göre, sahiplik eşitliklerindeki Tobin Q değişkeninin katsayısı negatif olup, bu negatif etki işletme içi sahiplikte sahiplik yoğunluğundan daha fazla olmaktadır.

Demsetz ve Lehn (1985)'e göre sahiplik yapısını etkileyen faktörlerden 3 tanesi incelemeye değerdir. Bunlar, işletmenin değerini maksimize eden (Size) büyüklüğü, daha etkili kontrolün getirdiği muhtemel kar ve hissedar kararlarının kapsam ve etkisine göre yapılan düzenlemelerdir (sistemik regülasyon).

McConnell ve Servaes (1995) sahipliğin, yüksek büyümeye sahip işletmelerde düşük büyümeye sahip işletmelere göre daha önemli olduğunu varsaymış, sahiplik yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkinin işletmelerin düşük ya da yüksek büyümeye sahip olmalarına göre değiştiğini göstermiştir.

Yönetimsel hisse sahipliği (Managerial share ownership) gibi işletme dışı blok hissedarlık (External block ownership)da sahiplik literatüründe karşılaşılan yapılarıdır. Yönetici sahipliği icracı ve diğer yönetim kurulu üyelerinin tamamının sahip olduğu hisselerin oranı olarak tanımlanmaktadır (Brailsford, Oliver and Pua, 2002). Morck et al., (1988) ortalama yönetimsel hisse sahiplik düzeyini %10,60; McConnell and Servaes (1990) %11,84 ve Brailsford et al., (2002) %10,65 olarak tespit etmiştir.

Brailsford et al., (2002) işletme dışı blok hissedarlığı ise büyük hissedarlarca² elde tutulan hisselerin oranı olarak tanımlamaktadır. Yazarlar işletme dışı blok hissedarlık temsilcisi için en büyük 2, 5 ve 20 işletme dışı hissedar verisini kullanmıştır.

Aile sahipliği de sahiplik literatürü içerisinde incelenmektedir. Aile bireylerinin ya da ailenin sahiplik payının yüksek olduğu işletmelerde bu sahiplik yapısı (Ownership structure-hisse sahipliği) görülebilmektedir. Morck, Stangeland ve

² En büyük 5 hissedarın sahiplik oranını göstermekte olup, hassaslık analizleri ve kontrol değişkenleri olarak en büyük 2 ve 20 hissedarın sahiplik payı da kullanılmaktadır (Bkz. Brailsford et al., 2002)

Yeung tarafından yapılan çalışma (Web 15, 1998) ve Villalonga and Amit (2006)'e göre aile sahipliği klasik sahip-yönetici çatışmasını azaltmakta, bu nedenle de vekâlet teorisinin, aile sahipliğinin işletme performansı üzerine pozitif etkide bulunması beklenmektedir. Ancak Morck et al., (1998), bu iki değişken arasında negatif etki yakalamıştır. Villalonga ve Amit (2006) ise pozitif etkinin sadece kontrol ve yönetimin kesin bir form ile bir araya geldiğinde gerçekleşebileceğine yönelik kanıt elde etmiştir. Yazarlara göre daha önce yapılan çalışmalar aile sahipliğini, aile kontrolü ve aile yönetiminden ayıramadığı için sahipliğin etkileri belirgin değildir.

King ve Santor (2008) aile tarafından sahiplik ile işletme performansına yönelik ampirik çalışmalardan elde edilen bu ortak olmayan sonuçları modelin belirlenmesi ve tahmini ile ilişkili iki nedene dayandırmaktadır. Bunlardan ilki, kontrol ile sahipliği birbirinden ayırmadan aile sahipliği ve performans arasındaki ilişkinin tanımlanmaması görüşüne dayanmaktadır. Aile sahipleri, yönetimi takip ederek aktif yatırımcı olabilirken, ikili hisse³ ya da piramit yapılar gibi oy hakkını güçlendirici mekanizmalar kullanabilirler. Bu kontrol güçlendirici mekanizmalar da kontrolü elinde bulunduran hissedarlar (Kurumsal hissedarlar) ve azınlık hissedarların teşviklerinin aynı düzeye getirilme düzeyini azaltmakta ve yönetsel sağlamlaştırmayı arttırmakta ve kamulaştırma ya da varlık ve kar transferi risklerini yükseltmektedir. Yazarlara göre ikinci sorun ise gözlemlenemeyen işletme heterojenliğidir. Sahipliğin, performans üzerine gözlemlenemeyen etkileri bulunması nedenselliğin yönünün belirlenmesine yönelik sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle yatay kesitsel çalışmalar gibi işletme heterojenliğini dikkate almayan tek eşitlikli modeller önyargılı sonuçlar ortaya çıkaracaktır.

2.1. Sermaye Yapısı ve İşletmenin Finansal Performansı

Sermaye yapısı ve onun kurumsal performansa olan etkisine yönelik yoğun bir literatür bulunmaktadır. Bu literatürde sermaye yapısının seçimi vekâlet maliyetleri hipotezi⁴ ile açıklanmaktadır. Berger ve Udell (2006) sahiplik ve kontrol ayrımının vekâlet maliyetlerinin en temel bileşenlerinden olması nedeniyle, sermaye ve sahiplik yapısı çalışmalarının bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiğini

³ İkili hisseler farklı oy haklarına sahip (Bir hisse-bir oy yapısının tersine) iki ya da daha fazla hisse sınıfı olduğu durumlarda söz konusudur. Piramit sahiplik yapıları ile ise blok hissedarın (Genellikle aile) amiral gemisi işletmesi ya da holdingi kontrol ettiği durumlarda karşılaştırılır (Daha fazla için Bkz. King and Santor, 2008).

⁴ Vekâlet maliyetleri hipotezi kurumsal finasta iyi bilinen bir hipotezin ampirik açıklamasıdır.

savunmaktadır. Vekâlet maliyetleri kurumsal yönetim literatüründe finansal ve finansal olmayan sektörlerdeki önemli sorunları temsil etmektedir. Sahiplik ve kontrolün ayrılması yöneticilerin yeteri kadar efor sarf etmemeleri, ek ödenekleri sevmeleri, kendi tercihlerine uygun girdi ve çıktılarını seçmeleri ya da işletme değerini maksimize etmede başarısız olmaları ile sonuçlanmaktadır. Gerçekte, işletme dışı sahipliğin vekâlet maliyeti, işletme değeri yerine kendi faydalarını maksimize eden profesyonel yöneticilerin neden olduğu değer kaybına eşittir. Vekâlet teorisi, sermaye seçiminin vekâlet maliyetlerini azaltmaya yardımcı olabileceğini ve aynı zamanda borç ile özkaynak yatırımcıları arasındaki çatışmadan dolayı oluşabileceğini savunmaktadır. Bu çatışma ise temerrüt riski olduğu zaman ortaya çıkmaktadır. Bu durumda borç, işletme değerini olumsuz etkileyecektir. Vekâlet teorisi hipotezi altında yüksek kaldıraç ya da düşük bir özkaynak/toplam aktif oranı işletme dışı özkaynağın vekâlet maliyetlerini azaltmakta ve hissedarların çıkarına hareket etmeleri için yöneticileri teşvik ederek ya da sınırlayarak işletme değerini arttırmaktadır (Berger and Di Patti, 2006; Margaritis and Psillaki, 2010).

Sermaye yapısı ile işletme performansı arasında ters yönlü nedenselliğe dönük kanıtlar da elde edilmiş ve karlılığın kaldıraç üzerine olan etkisine yönelik birbiriyle çelişen tahminler elde edilmiştir. Myers ve Majluf (1984), işletmelerin kar elde ettikçe yeni yatırımlarını finanse ederken borçlanma yerine işletme içi kaynakların kullanımını tercih edeceklerini savunmuş, karlılığın kaldıraç üzerine etkisini negatif olarak tahmin etmiştir. Finansal Hiyerarşi teorisi işletmeler için işletme içi kaynakların işletme dışı kaynaklara tercih edildiği bir finansman tercih sırası olarak belirlemiştir. Bu nedenle, daha karlı işletmelerin yatırımlarını özkaynak ile karlılığı düşük olan işletmelerin ise daha fazla dış kaynak kullanımı ile finanse etmesi beklenmektedir. Berger ve Di Patti (2006) ise yüksek getiri elde etmenin işletmeleri portföy riskine karşı koruduğunu, bu şekilde de sermaye yapılarında borcun özkaynak ile ikamesinin daha kolay olduğunu savunmaktadır.

ABD ve Birleşik Krallık işletmelerindeki sermaye yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkileri inceleyen çoğu çalışmanın yanında Margaritis ve Psillaki (2010) kara Avrupası ülkelerine dönük kanıtların az olduğunu savunmuş ve Fransız işletmelerine ait verileri kullanarak bu ilişkileri incelemiştir. Yazarlara göre, bu ülkelerde yasal çevre, sahiplik yapısı ve kontrol farklı, sahiplik yoğunluğu yüksek, aile sahipliği ve kontrol ABD ve Birleşik Krallık ülkelerine göre daha baskındır.

2.2. Sahiplik Yapısı ve İşletmenin Sermaye Yapısı

Borç-öz kaynak seçimi bakımından tek bir teori yerine birçok yararlı teori bulunmaktadır. Denge teorisine (Trade-off theory) göre işletmeler, borçlanma ile elde edilen vergi avantajı ile muhtemel finansal tehlikelerin maliyetleri arasındaki denge düzeyini bulmaya çalışırlar. Bu nedenle Denge Teorisi vergi ödeyen işletmelerin makul düzeyde borçlandığını tahmin etmektedir. Finansal Hiyerarşi Teorisi (The Pecking Order Theory) işletmelerin varlık finansmanı için işletme içi kaynakların yeterli olmadığı durumlarda menkul kıymet ihracı yerine borçlanacağını ifade eder. Teoriye göre toplam borç miktarı da yabancı kaynak ihtiyacını yansıtmaktadır (Myers and Majluf, 1984). Jensen 'in Serbest Nakit Akış⁵ Teorisinde ise hissedarlar ve yöneticiler arasındaki ödeme politikaları ile ilgili çıkar çatışmaları, özellikle işletmede önemli derecede serbest nakit akışı yarattığı zaman şiddetli olmaktadır. Jensen (1986)'a göre asıl problem, yöneticilerin ellerindeki nakdi sermaye maliyetinin altında gelir getiren bir yatırıma yönlendirmesi ya da kurumsal olarak etkin olmaması nedeniyle israf etmesi yerine tüketmesi için yöneticileri motive etmektir. Bu nedenle yüksek borç oranları, likidite tehlikesi gibi yönetimden kaynaklanan nakit akış israfını azaltmak için disiplin edici bir araç olarak kullanılabilir (Jensen, 1986). Bununla birlikte, bir işletmenin faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı karlı yatırım fırsatlarından fazla olduğu zaman, finansal sıkıntı tehlikesine rağmen yüksek borç düzeyleri işletme değerini arttıracaktır. Aşırı yatırıma eğilimli işletmeler için bu teori uygundur. Özetle denge teorisi, vergileri, hiyerarşi teorisi bilgi farklılıklarını (asimetrisini) ve serbest nakit akış teorisi de vekâlet maliyetlerini vurgulamaktadır (Myers, 2001).

Bunların dışında, Zwiebel'in Yönetimsel Sağlama Teorisi yöneticilerin işletmelerdeki sermaye payındaki hisselerini arttırmasının hissedarlar açısından olumsuz bir durum olduğunu ortaya koyar. Teoriye göre yöneticiler gereksiz harcama yapabilmekte ve aşırı borçlanma (Düşmanca ele geçirme ihtimali nedeniyle) yoluna gidebilmektedir (Zwiebel, 1996). Temsilîyet Teorisine göre ise, yabancı kaynak miktarının toplam kaynaklar içerisindeki oranının artması, işletmenin yönetiminden sorumlu olan kişilerin etkinliğini arttırmakta ve özkaynaklar üzerinden

⁵ Serbest nakit akışı, ilgili sermaye maliyeti ile iskonto edildiğinde net şimdiki değere sahip bütün projeleri fonlamak için gereken tutarı geçen nakit akıştır. (Daha fazla için Bkz. Jensen, 1986)

temsiliyet problemini azaltmaktadır. Bu da Modigliani & Miller Teorisinin⁶ aksine işletme değerinin sermaye maliyetinden bağımsız olmadığını (Temsiliyet maliyeti nedeniyle) göstermektedir (Jensen and Meckling, 1976). Sahiplik ile işletme performansı arasındaki geniş literatüre oranla sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki ilişkiler daha az incelenmiştir. Bu çalışmalar, yöneticilerin riskten kaçınması, izleme ve iflas maliyetleri, işletmenin ele geçirilmesine yönelik tehditler ve işletmelerin büyüme fırsatlarına göre aktif finansmanında yüksek ya da düşük oranda borç kullanmaya (Finansal kaldıraç) yönelik tahminde bulunmaktadır. Sahiplik ve sermaye yapıları teorileri yöneticiler ve sermaye yapıları arasındaki vekâlet problemini azaltmada borcun rolünü vurgulamaktadır (King and Santor, 2008). Jensen ve Meckling (1976) ise iflas riskini azalttığı için yöneticilerin düşük borçlanmayı tercih ettiğini, Jensen (1986) ise hissedarların özellikle aşırı serbest nakit akışı olan işletmelerde, aşırı yatırım sorununu azalttığı için yüksek kaldıraç tercih ettiğini savunmuştur.

ABD işletmelerindeki sahiplik ve sermaye yapılarını ele alan çalışmaların yanında Brailsford et al., (2002) Avustralya işletmelerini, Short, Keasey ve Duxbury (2002) Birleşik Krallık işletmelerini, King ve Santor (2008) ise Kanada işletmelerini incelemiştir. Brailsford et al., (2002) işletme dışı blok hissedarlar ile kaldıraç arasında doğrusal ve pozitif; yönetim sahiplik düzeyi ile kaldıraç arasında doğrusal olmayan ilişkiye dair kanıt bulmuştur. Düşük seviyedeki yönetim sahipliğinde vekâlet çatışması daha fazla borç kullanımı ihtiyacını doğururken, yüksek seviyedeki yönetim sahipliğinde yöneticiler risklerini azaltarak daha düşük borçlanmaya çalışırlar. Anderson ve Reeb (2003) yöneticiler ya da aile tarafından işletme içi sahipliğin, borçlanma düzeyine etkisi olmadığına yönelik anlamlı sonuç elde etmiştir.

Kontrol güçlendirici mekanizmalar (İkili hisse ve Piramit Yapı) ile sermaye yapılarını ilişkilendiren fazla teori bulunmamaktadır. İkili hisse durumunda kredi veren kuruluşlar kontrolü elinde bulunduran hissedarları daha iyi izlemeyebilmekte ve sözleşmelerle kısıtlamalar koyabilmektedir. İkili hisselerle sahip işletmelerin diğer düşük yoğunluklu sahiplik yapısına sahip olan işletmelere göre daha düşük kaldıraç

⁶ Sermaye yapısını inceleyen teorilerin ilki olarak bilinir. Teoriye göre, işletmenin sermaye bileşimi, ortaya çıkan sermaye maliyetine etkide bulunmamaktadır. Buradan hareketle işletmenin kaldıraç oranı ne çıkarsa çıksın sermaye maliyetinde bir değişiklik meydana gelmez. İşletmeler için en uygun bir sermaye bileşimi olmamakla birlikte işletmeler yalnız risk durumları esas alınarak gruplandırılmaktadır. Böylece, risk oranı bakımından aynı sınıf içerisinde yer alan işletmeler içerisinde elde ettikleri net faaliyet gelirleri birbirine denk olan işletmelerinde sermaye maliyetleri denk olarak gerçekleşecek ve bundan dolayı bu işletmeler aynı işletme değerine sahip olacaklardır.

kullanması beklenmektedir (King and Santor, 2008). Bianco ve Nicodano (2006) piramit yapılı⁷ İşletmelerde sahiplerin borçlanma piyasasına girmeyi tercih edeceğini bu nedenle tek başına olan işletmelere göre daha yüksek kaldıraçta sahip olması gerektiğini tahmin etmektedir.

2.3. Sermaye Yapısı ve İşletmenin Sahiplik Yapısı

İşletmelerin sermaye yapısı ile sahiplik yapıları arasında daha önce belirtildiği gibi çeşitli açılardan ilişkiler bulunmaktadır. Sermaye yapısı ile çeşitli sahiplik formları (İşletme dışı blok hissedarlar, yönetim sahipliği, işletme içi sahiplik, kontrol güçlendirici mekanizmalar) arasındaki ilişkilerin incelendiği bu çalışmalarda sahipliğin dışsal olarak alındığı ve sermaye bileşimi üzerindeki etkileri araştırılmıştır (Brailsford et al., 2002; Jensen, 1986; King and Santor, 2008; Mehran, 1992). Brailsford et al., (2002), yönetim sahipliği ile kaldıraç arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmiştir. Buna göre yönetim sahipliği düşük olan işletmelerde vekâlet çatışması azalır, bu da daha yüksek oranda borçlanmaya yol açar. Ancak yöneticilerin önemli bir oranda işletmenin payını elinde bulundurduğu durumda ise yönetici sahipliğindeki artış yönetsel fırsatlara yol açıp daha düşük borç kullanılmasına neden olur (Margaritis and Psillaki, 2010). Bununla birlikte Demsetz ve Villalonga (2001) ampirik çalışmalarda işletmelerin profesyonel yöneticilerinin işletmenin en büyük beş hissedarından biri olmasının düşük bir ihtimal olduğunu savunmuştur. Yazarlar örneklemlerinde bulunan 223 işletmeden 138'inin sadece %3'ünde yönetimin grup olarak hisselerin bir kısmına sahip olduğunu, 195 işletmede ise yönetimin bir grup olarak sahip olduğu payların oranının %10'ndan az olduğunu belirtmişlerdir. Sermaye ve sahiplik yapılarını inceleyen çalışmalarda problemlerden biri nedenselliklidir. Bu iki yapının ele alındığı çalışmalarda yukarıda bahsedildiği gibi özellikle çeşitli sahiplik yapılarının sermaye yapısı ya da borçlanma kararlarına etkileri araştırılmıştır. Bununla birlikte sahipliğin endojen olarak kullanıldığı çalışmalar da bulunmaktadır (Demsetz, 1983; Jensen, Solberg and Zorn, 1992; La Porta et al., 1999). İşletme performansının sahiplik yapısını etkilediğini gösteren Demsetz ve Villalonga (2001) iki örnek vermektedir. Yazarlara göre yönetim dışı

⁷ Aile grup işletmelerinde, aile genellikle grup işletmelerinin sahipliğini piramit bir yapıda düzenler. Diğer bir deyişle aile, sahiplik ilişkileri zinciri ile kontrolü sağlar. Aile doğrudan işletmeyi kontrol eder, dolayısıyla başka bir diğer işletmeyi de kontrol eder ve bu şekilde devam eder. (Bkz. Almeida and Wolfenzon, 2006).

hisselerin kaldıraçla satın alınması, beklenen işletme performanslarının sahiplik yapısını değiştirmesine uç bir örnektir. Hisse senetleri üzerinden yapılan opsiyon sözleşmeleri şeklinde yönetime sağlanan faydalar da bu ters nedenselliğe örnektir (Demsetz and Villalonga, 2001).

İşletme performansının yanında, işletmelere özgü çeşitli oranlar ile sektör kuklaları gibi kaldıraç ve diğer çeşitli borç oranları da sahiplik yapısının belirleyicilerinden olabilmektedir. Önemli bir yönetim mekanizması olan kaldıraç aynı zamanda diğer yönetim mekanizmaları seçimini de etkileyebilmektedir (Web 36, 2005). Bununla birlikte kaldıraç gibi sermaye yapısı göstergelerinin sahiplik yapısı üzerine olan etkileri genellikle dolaylı olarak araştırılmaktadır.

Sermaye yapısına dair kararların işletme içi sahipliğe etkisi üzerine çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Stulz (1988) yüksek oranda kaldıraç, yöneticilere sahip oldukları hisseye göre daha fazla oy hakkını kontrol etme imkânı verdiğini, dolayısıyla da belirli bir değerinden sapan borç oranının yöneticilerin hisse yüzdesinin düşmesine yol açtığını savunmaktadır. Bununla birlikte işletmelerin hisseleri borç artışı nedeniyle daha riskli hale gelmektedir. Yöneticilerin işletmenin borcu arttığında riskten kaçınmaları ve sınırlı servetleri nedeniyle daha düşük hisse birleşimlerine sahip olmaları muhtemeldir. Bununla birlikte yöneticilerin yabancı kaynak kullanımına dayanan çeşitli yükümlülükleri yerine getirememesi üzerine işletmenin iflası durumunda işini kaybetme ihtimali olmakta, bu da sonuçta hisse yoluyla sağlamlaştırmaya yönelik adımların azalmasına yol açmaktadır (Pindado and De la Torre, 2008).

Denis ve Sarin (1999) sahiplik ve yönetim kurulu yapılarını 1983-1992 yılları arasındaki süre boyunca incelemiştir. Yazarlar, sahiplik ve yönetim kurulu yapıları ile bu yapıların işletmeye özgü ve sahiplere özgü belirleyicilerdeki değişimini, geçmiş işletme performansını ve dışardan kurumsal kontrol tehditleri arasında ilişki olup olmadığını test etmiştir. Bunlar arasında işletmeye özgü oranlardan borç oranı (Toplam borcun varlık toplamına oranı), işletme içi ve yönetim kurulu sahipliği arasında ise negatif yönlü ilişki elde edilmiştir. Buna göre borç oranındaki bir birimlik artış, işletme içi ve yönetim kurulu sahiplik oranında %6,65'lik bir azalmaya yol açmaktadır. Yazarlar borç oranı ile bağımsız yönetim kurulu üyesi sahipliği arasında ise anlamlı bir ilişki yakalayamamıştır.

Jensen et al., (1992), işletme içi sahiplik ile borç politikaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar sahiplik, borç ve temettü politikaları için ayrı ayrı eşitlikleri

içeren bir sistem eşitliği ⁸ ile 1982 ve 1987 yıllarındaki yatay kesitsel işletme gözlemlerini analiz etmiştir. İşletme içi sahipliğin bağımlı değişken olduğu eşitlikte her iki yıl için t değerleri sırasıyla -0.99 ve 1,32 olarak gerçekleşmiş, bu nedenle yazarlar finansal politikaların işletme içi sahipliğin önemli bir belirleyicisi olduğuna dair anlamlı bir kanıt elde edememiştir. Başka deyişle işletme içi sahipliği etkileyen işletmeye özgü özellikleri (Büyüklik, işletme riski, araştırma ve geliştirme harcamalarının toplam varlık içindeki payı, vs.) kontrol ettikten sonra borçlanma yani sermaye yapısı (Aynı zamanda temettü politikası da) işletmedeki işletme içi sahiplik seviyesi hakkında fikir vermemektedir.

Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999) yöneticilerin sahipliği oranının, New York borsasına kote işletmelerin büyüklüğü ile ağırlıklandırılmış ortalamasının 1935'te %13 olan payının 1995'te %21'e yükseldiğini göstermiştir. Yazarlar, yönetici sahipliğinin belirleyicisi olarak işletme büyüklüğü, volatilité, işletme yaşı gibi işletmelere özgü özelliklerden olan borç oranının da yönetici sahipliğine etkisini araştırmıştır. Buna göre uzun dönem borcun işletmenin toplam değerine (Hisse senedi + borç) oranı olarak alınan borç oranının 1935'te 0.42-0.43 iken 1995 yılında 0.98-1.00 arasında değiştiğini tespit etmiştir. Her iki yıl için de borç oranının işareti negatif olup, borç kullanımını fazla olan işletmelerde yönetici sahipliğinin daha düşük olduğu ve geçmiş döneme göre günümüzde bunun daha da düştüğüne dair kanıt elde edilmiştir.

Demsetz ve Villalonga (2001), 1976-1980 yılları arasında Amerikan ekonomisinde bütün sektörlerden alınan 223 işletmeye ait çeşitli sahiplik, muhasebe ve hisse senedi fiyat verileri ile sahiplik yapısına etki eden faktörleri incelemiştir. Yönetim sahipliği ve en büyük beş hissedarın sahipliği olmak üzere iki farklı sahiplik yapısının endojen olarak alındığı çalışmada sermaye yapısı değişkeni olarak alınan borçlanma düzeyinin her iki sahiplik şekli üzerinde negatif etkiye sahip olduğuna yönelik kanıt elde etmiştir. Buna göre borçların (Yabancı kaynakların) oranının, varlık toplamının defter değerine olan oranı arttıkça her iki sahiplik düzeyi azalmaktadır. Bu oran kreditorlerin (Aksi takdirde hissedarların) yönetimi izleme ihtimalini göstermektedir. Bu nedenle yüksek borç oranı, beş büyük hissedarın daha

⁸ Yazarlar bu eşitliğe üç aşamalı en küçük kareler (3SLS) yöntemini uygulamıştır. Eşitliklerde sermaye yapısını gösteren borç değişkeni, uzun dönem borçların toplam varlıkların defter değerine eşitken, sahiplik değişkeni olan işletme içindekiler (Insiders) ise işletmenin içinden olanların sahip olduğu hisse yüzdesidir.

düşük oranda hisse sahibi olmasına yol açmalıdır. Yazarlara göre kredi sağlayıcılar, işletmenin kontrolüne (Monitoring) katkıda bulunuyor ise, bu kuruluşların varlığı aynı zamanda yönetimin hisse sahipliği yoluyla varlığını daha da sağlamlaştırmasına yönelik hareketlerden vazgeçmesine yol açabilmektedir. Kaldıraç ile sahiplik arasında tespit edilen istatistiki olarak anlamlı negatif ilişkiler de bu teorik dayanağı ampirik olarak doğrulamaktadır.

Pindado ve De la Torre (2008), borç, temettü ve yatırım kararlarının işletme dışı ve içi sahiplik yoğunluğunun düzeyini nasıl etkilediğini, bu etkinin aile tarafından kontrol edilen ve edilmeyen işletmeler arasında fark edip etmediğini araştırmıştır. Bunun için yazarlar, sahiplik yoğunluğunu ve işletme içi sahipliği açıklayan iki model tanımlamış, bu modelleri aile tarafından kontrol edilen ve edilmeyen İspanyol işletmeleri için genişletmiştir. Yazarlar aile tarafından kontrol edilmeyen işletmelerde, işletme dışındaki sahiplerin ve yöneticilerin borç arttığında hisse birleşimlerini riskten kaçınma nedeniyle azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Borcun sahiplik yoğunluğu üzerine negatif etkisini gösteren bu sonuç, aynı zamanda aile tarafından kontrol edilen işletmelerin yöneticilerinde daha da güçlü olmak üzere işletme dışı sahiplerinde de görülmüştür. Aile tarafından kontrol edilen işletmelerde borç oranının katsayısı -0.0539 iken aile tarafından kontrol edilmeyen işletmelerde bu oran -0.1048 olarak tahmin edilmiştir. Yazarlar bu sonucu, ailelerin işletmenin üzerindeki kontrol güçlerini sürdürmeyi daha çok önemseydiğini, finansal risk ile daha az ilgili olduğunu gösterdiği şeklinde yorumlamaktadır. İşletme içi sahipliğin bağımlı değişken olduğu modelde ise aile tarafından kontrol edilen işletmelerde borç oranının katsayısı -0.1281, aile tarafından kontrol edilmeyen işletmelerde ise -0.0162 olarak tahmin edilmiştir. Sonuçlar yazarlara göre aile tarafından kontrol edilen işletmelerin yöneticilerinin daha fazla riskten kaçınmaları ile açıklanmaktadır.

Sermaye yapısı değişkenlerinin sahiplik yapıları üzerinde etkisini gösteren çalışmalar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

Tablo 2. 3. 1: Sermaye Yapısının Sahiplik Yapısına Etkisi

Kaldırıcın Sahiplik Yoğunluğuna Etkisi	Kaldırıcın İşletme İçi Sahipliğe Etkisi
Demsetz and Villalonga (2001)	Jensen (1986)
Pindado and de la Torre (2008)	Denis and Sarin (1999)
	Stulz (1988)
	Holderness et al., (1999)
	Pindado and De la Torre (2008)

2.4. Sahiplik, Sermaye Yapısı ve Finansal Performansı

Kurumsal yönetim literatüründe sermaye yapıları ve sahiplik yapıları arasındaki etkileşimin işletme değerine etkisinin bulunduğu yönelik ortak bir görüş hâkimdir. Margaritis ve Psillaki (2010)'ye göre bu ortak görüşe rağmen araştırmalar arasındaki farklar, işletme yönetiminin kontrolü altında olmayan faktörlerin gideremediği vekâlet maliyeti büyüklüklerinin direk ölçütlerini ampirik olarak elde etmedeki zorluklardan kaynaklanmaktadır.

Brailsford et al., (2002)'ye göre birçok çalışma sahiplik yapısının kaldırıcı etkilediğini tahmin etmekte iken, kaldırıcı kararının da sahiplik üzerine etkileri olduğu da mantıklıdır. Endojenlik sorusu nedeniyle çeşitli faktörler arasındaki ilişkinin ve nedenselliğin yönü kolaylıkla belirlenememektedir. Bu sorunu çözmek için zamanla kaldırıcıdaki değişim ya da sektör karşılaştırmalarından ortaya çıkan sapmalar analiz edilmektedir. Yazarlar ise bu problemi azaltmak için her bir işletmenin her yılki borç/özkaynak oranını sanayi ortalamaları (Borç/özkaynak oranı) ile ölçeklemiştir (Brailsford et al., 2002).

İşletme sahipliği, sermaye yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalardan bazıları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 2. 3. 2: Sahiplik, Sermaye Yapısı ve Finansal Performans Arasındaki İlişkileri İnceleyen Bazı Çalışmalar

	Yazar	Çalışmanın Amacı	Veri	Değişkenler ve Metot	Sonuç
Sahiplik-Finansal Performans	La Porta et al., (1999)	<p>-İşletmelerde sermayenin ve oy haklarının önemli sahiplerini bulmak.</p> <p>-Bir işletmedeki hisseleri elde eden başka bir işletmenin sahipliğini araştırmak.</p>	Hisse senedi piyasası gelişmiş 27 zengin ekonomideki 540'ı büyük toplam 691 farklı işletme.	<p>-“Antidirector”⁹ Endeksi</p> <p>Kukla değişkenler</p> <p>-Sahiplik yapısındaki yoğunluk ile ilgili</p> <p>-Ticaret yasaları ile ilgili</p> <p>-Vergilendirme ile ilgili</p> <p>Oyların %20 sini kontrol için gereken özkaynağın defter değeri</p> <p>Makro değişkenler</p> <p>Yolsuzluk endeksi</p>	<p>Çoğu büyük işletmede kontrolü elinde bulunduran hissedarlar bulunur.</p> <p>Sermaye yoluyla bankaların ortaklığı kontrol etmesi yaygın değildir.</p> <p>Kontrol hakkı genellikle devlet ya da aile gibi büyük işletmelerin çoğunda vardır ve nakit akış haklarından daha fazla kontrol gücüne sahiptir.</p>

⁹Hissedar haklarının birleştirilmesinde oluşturulmuş bir endekstir. (Daha fazla için Bkz. La Porta et al., 1998)

<p>Himmelberg et al., (1999)</p>	<p>Yönetimsel sahipliğin amir-vekil modellerinin tahmini ile tutarlı bir şekilde sözleşme çevresi değişkenleri (Örn; gözlemlenemeyen işletme özellikleri) ile açıklandığını göstermek.</p>	<p>Compustat 1982-84 arası 600 işletme verisi. Satışlar, defter değeri, hisse fiyatı. Diğer: Tepe yöneticisi ve yönetim kurulu (YK) üye sayısı, yönetici ve YK hisse oranı, bu verilerin alındığı tablo tarihleri.</p>	<p>Performans: Tobin Q: İşletme değeri/varlıkların yerine koyma değeri -Hisse senedi riskinin standart sapması -Arge harcamaları/Maddi duran varlıklar -Maddi duran varlıklar/satışlar: Vekalet sorununu azaltma ölçütü -Faaliyet karlılığı: piyasa gücü ölçütü -Tepe yöneticilerin sahip olduğu hisse tutarı -Yönetici başı hisse tutarı</p>	<p>Gözlemleneme yen işletme özellikleri yönetimsel sahiplik yapısını güçlü bir şekilde tahmin eder. Yönetimsel sahipliğin işletme performansını etkilediğine dair kanıt elde edilememiştir (Gözlemleneme yen işletme özellikleri ve işletmenin sabit etkileri kontrol edildiğinde) İşletme heterojenliği ise bu ilişkiyi oluşturmaktadır.</p>
<p>Sahiplik Yanları- Sermaye Yanları Hasan and Butt (2009)</p>	<p>Kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki ilişkileri incelemek.</p>	<p>2002-2005 arasında finansal olmayan borsaya kote Pakistan'daki işletmeler.</p>	<p>Bağımlı Değişken: Kaldıraç Bağımsız Değişken: Kurul yapısı, kurumsal hissedarlık, yönetimsel hissedarlık, Aktif karlılığı, işletme büyüklüğü, CEO/YK ikiliği.</p>	<p>Yüksek yoğunluklu sahiplik yöneticileri borçluluk oranlarını düşürmeye teşvik etmektedir (Negatif). Kurumsal sahiplik-sermaye yapısı ilişkisi istatistiki olarak anlamlı değil (Gelişmekte olan kurumsal yönetim uygulamaları).</p>

Brailsford et al., (2002)	Sermaye yapısı ile sahiplik arasındaki ilişkileri incelemek.	1989-1995 arası Avustralya Borsasına kote en büyük 500 işletmesi örnekleminden 49 işletmeden elde edilen sahiplik verileri.	<p><u>Sermaye yapısı</u></p> <p>-Borç/Özkaynağa oranı¹⁰</p> <p><u>Sahiplik yapısı:</u></p> <p>-En büyük 5 hissedarın payı.</p> <p>-YK üyelerinin payı.</p> <p><u>Risk için kontrol değişkenleri:</u></p> <p>-İşletme büyüklüğü: Toplam varlıkların defter değeri</p> <p>-FVAÖK'ün yıllık değişiminin standart sapması.</p> <p>-Sanayi kukla değişken.</p> <p><u>Vekalet maliyetleri kontrol değişkeni:</u></p> <p>-Varlık değerinin yıllık yüzdesel değişimi</p> <p>-Vergi öncesi faaliyet karı+Amortisman-Ödenen vergi-ödenen temettü</p> <p>-Faiz ve vergi öncesi faaliyet karı</p> <p>-Maddi olmayan duran varlık / Toplam varlık</p> <p><u>Vergi etkisi için kontrol değişkeni:</u></p> <p>-Yıllık amortisman/Toplam varlık</p>	<p>İşletme dışı blok hissedarlar ile kaldıraç arasında doğrusal ve pozitif; yönetim sahiplik düzeyi ile kaldıraç arasında doğrusal olmayan ilişkiye dair kanıt bulunmuştur.</p> <p>İşletme dışı blok hissedarlar ile kaldıraç arasındaki ilişki yönetim sahiplik düzeyi ile değişir. Düşük yönetim sahipliği düzeyinde ilişki güçlenir, yüksek seviyede ise zayıflar.</p>
---------------------------	--	---	--	---

¹⁰Yazarlar borcun defter değerini, özkaynağın ise piyasa değerini almıştır.

<p style="text-align: center;">Sahiplik-Sermaye Yapısı-Finansal Performans</p>	<p style="text-align: center;">King and Santor (2008)</p>	<p>İşletmelerin aile tarafından sahipliğinin performanslarına ve sermaye yapılarına etkisi.</p>	<p>1998-2005 arası 613 Kanada işletmesinin verisi</p>	<p>Piyasa performansı: Tobin Q</p> <p>Muhasebe performansı: Aktif karlılığı</p> <p>Finansal kaldıraç: Borç/aktif oranı</p>	<p>Tek hisse sınıfına sahip ve ailenin sahip olduğu bağımsız işletmeler;</p> <p>-Benzer piyasa performansı.</p> <p>-Daha yüksek muhasebe performansı.</p> <p>-Daha yüksek kaldıraca sahip.</p> <p>İkili hisselerle sahip işletmelerin piyasa değeri ortalama %17 daha düşük, benzer kaldıraç ve karlılığa sahip.</p> <p>Yüksek yoğunluklu sahiplik işletme performansını anlamlı olarak etkilemez.</p> <p>İşletme değerini azaltan kontrol güçlendirici mekanizmalardır.</p>
---	---	---	---	--	--

	Margaritis and Psillaki (2010)	<p>Sahiplik yapısı (ve işletme performansı) ile elde edilen üretim etkinliğinin sermaye yapısı üzerine etkilerini araştırmak.</p>	<p>-Diane Database</p> <p>Veri tabanı (the Bureau van Dijk'dan alınmıştır)</p> <p>-Fransız Kimya, bilgisayar ve tekstil sektörü işletmeleri (>5 çalışan ve >200.000 € yıllık hasılat)</p>	<p><u>-İşletme karakteri</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Karlılık: FVÖK/ Varlık Toplamı - Büyüklük, varlık yapısı, büyüme fırsatları - Sahiplik yapısı: Büyük hissedarın payı - Sermaye türü: %25, %25-50 ve %50-100 sahiplik (Sahiplik yoğunluğu) 	<p>-Yüksek kaldıraç gelişmiş etkinlikle ilgilidir. Sahiplik yoğunluğunun aynı düzeye getirme ve sağlama etkileri sanayi ve yoğunluk oranı ile değişmektedir.</p> <p>- Bilgisayar ve Arge sektörlerinde yoğunluk oranı daha dağınık olan işletmelerinde vekâlet maliyeti daha fazla iken kimya işletmeleri için daha düşüktür.</p> <p>-Aile işletmeleri diğer işletmelere göre daha iyi performans göstermektedir.</p>
--	--------------------------------	---	---	---	---

	Berger and Di Patti (2006)	<p>Reports of Income and Condition (Opsiyon alım raporları)</p> <p>1990-1995 arası 695 Amerikan ticari bankası.</p>	<p>Bir bankanın ortalama etkinliği (Zamanla) ve ortalama sermaye rasyosu (Zamanla) arasındaki yatay kesitsel ilişkileri modellemek.</p>	<p>Performans ölçütleri:</p> <p>-Standart Kar etkinliği ve alternatif kar etkinliği</p> <p>Özkaynak/Toplam varlık (Sermaye - Performans)</p> <p>-ROE</p> <p>Sahiplik yapısı değişkenleri:</p> <p>Banka diğer özellikleri</p> <p>Piyasa ve düzenleyiciler değişkenleri.</p>	<p>- Yüksek kaldıraç ya da düşük Özkaynak/aktif oranı neredeyse bütün gözlemlenen veri aralığında yüksek kar etkinliği ile ilişkilidir.</p> <p>- Etki hem ekonomik olarak hem de istatistiki olarak anlamlıdır.</p>
--	----------------------------	---	---	--	---

İşletme performansının ölçülmesinde farklı ölçütler kullanılmaktadır. Berger ve Di Patti (2006) bu ölçütleri üç grupta toplamıştır. Bunlar; finansal durum ve değişim tablolarından elde edilen rasyolar (Oranlar), hisse senedi getirileri ve oynaklığı ve muhasebe değerleri ile piyasa değerlerini birleştiren Tobin Q'dur. Himmelberg et al., (1999) yönetsel sahiplik ile gözlemlenemeyen Tobin Q belirleyicileri arasında korelasyon olmadığını öneren hipotezi reddetmiş ve bu performans ölçütü regresyonlarında yönetsel sahipliğin endojen olduğuna dair kanıt elde etmiştir.

Bunların dışında kar etkinliği de kullanılmaktadır (Berger and Di Patti, 2006; Margaritis and Psillaki, 2010). Kar etkinliği yöneticilerin maliyetleri nasıl kontrol ettiği kadar gelirleri nasıl arttırdığını da dikkate alması nedeniyle kullanılmaktadır. Ayrıca finansal rasyolar, hisse senedi piyasa getirileri ve literatürde kullanılan benzer ölçütler genellikle sektöre göre düzeltilmiş (Industry adjusted) olup, sektör içindeki işletmeler arasındaki önemli farklılıkları dikkate almamaktadır (Berger and Di Patti, 2006).

Bunların dışında Özkaynak karlılığı (Berger and Di Patti, 2006), Faaliyet karlılığı (Vergi ve amortisman öncesi) da performans ölçütü olarak kullanılmaktadır (Brailsford et al., 2002).

Çalışmada sahiplik yapısı, sermaye yapısı ve işletmenin finansal performansı arasındaki ilişkiler incelenecektir. Literatürde sahipliğin işletme performansını

etkilediği gibi performansında sahiplik üzerine etkilerinin olduğu, sahipliğin de kaldıraç oranını etkilediği gibi sermaye yapısı ve yoğunluğundan da endojen olarak etkilendiği görülmektedir. Çift yönlü bu nedensellik veya ilişkiye yönelik kanıtlara sermaye yapısı ve işletme performansı arasında da rastlanmaktadır.

3. SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI

3.1. Sahiplik Kavramının Tarihsel Gelişimi

İnsanları, diğer canlılardan ayıran birçok özellik bulunmaktadır. Bunlardan biriside sahiplenme duygusudur. İnsanlık, var olduğu ilk andan beri hem maddi hem de manevi olarak birçok varlığa sahip olma hissiyatı içerisinde bulunmaktadır. Maddi olan bu varlıklar, insanoğlunun hayatını idame ettirebilmesi için kolaylık getirebilmekle birlikte insanlara zengin olma duygusunu da edindirerek diğer insanlara karşı saygınlık elde etmelerine imkân sağlamaktadır. Gerçekte burada vurgulanan nokta, ilk insanın yaratıldığı andan bugüne kadar maddeci bir varlık olduğudur. Bu sav, insanlığın var olduğu ilk zamanlardan itibaren araştırılmasının bir neticesi olarak ortaya çıkmış buna ek olarak yadsınamaz bir kavram halini almıştır. Hiçbir varlığa sahip olmadığı düşünülen ilk insanlar, içerisinde yaşadıkları mağaralara, taş ile metalden yapılmış eşyalara belirli bir miktarda sahip olmuşlardır. Sahip olunan bu varlıklar yıllar boyunca farklılaşsa bile sonuçta mutlak bir sahiplik söz konusu olmuştur. İnsanoğlunun sahip olduğu eşya sayısı çok daha fazla miktarda olsa da hayatın ilk zamanlarında bu miktar oldukça düşük kalmıştır. Bulut (2006), ilkel toplumlarda gizemli bir zihniyet bulunmakla birlikte, insanın birtakım çeşitli varlıkları edinmiş olduğunu bununla birlikte insanoğlunun mülkiyetini elinde bulundurduğu bu varlıklar ile aralarında mistik bir şekilde bağlantı kurduğunu iddia etmiştir. Sahiplenme hissiyatının bir sonucu olarak ortaya çıkan gelişmeler sahiplik yani mülkiyet kavramının ortaya çıkmasını ve biçimlenmesini sağlamıştır.

Sahiplik kavramının ortaya çıkması çok eski zamanlara dayanmakla birlikte insanlığın var olmasıyla birlikte başlamıştır. İnsanoğlu yaşamın ilk dönemlerinde birlikte yaşamaya uygun bir biçimde, üretme ve tüketme şeklinde toplumsal bir özellik taşımışlardır. Lakin topluma ait olan eşyalarda hak iddia edebilme tarihsel süreçlere de bağlı olarak zaman içerisinde, toplumsal bir yapıdan bireysel bir yapıya doğru uzanan bir yönde gelişme göstermiştir. Toplumsal mülkiyete dair olan inanç ise zaman içerisinde yerini bireysel bir mülkiyet inancına bırakmıştır. Bu durum hukuksal olmakla birlikte tarihsel bir karaktere de sahiptir. Mülkiyet kavramı,

sosyolojik ve ekonomik değişimler ile birlikte hukuki ve biçimsel değişimlere uğramıştır. Diğer bir değişle yaşama dair koşullar ve yaşamın süreçleri değiştikçe, hukuksal ve iktisadi değerlere göre değişkenlik kazanmıştır. Bu değişimin doğal bir sonucu olarak hem bireyler hem de toplum tarafından mevcut değer yargılarına ve hayat şartlarına bağlı olarak çeşitli anlam ve biçimler verilmiştir (Coşar, 1985). Özetleyecek olursak, içerisinde yaşanan toplum ve hayat şartlarının değişim göstermesiyle birlikte mülkiyet kavramı da bu değişmelere uygun bir şekilde kendi içerisinde değişim göstermiştir (İnan, 2003). Engels (2005), ilk zamanlarda kurulan medeniyetlerde sahipliği şu şekilde ifade etmiştir: Mülkiyet kavramı maddesel fikirler kapsamında ifade edilecek olursa, üretim mallarının üretilmesi ve bu malların tekrar üretimidir. Bundan dolayı mülkiyet kavramı ilk zamanlarda kurulan medeniyetler bakımından yalnız üretim faktörü açısından değerlendirilmektedir. Bu duruma aynı zamanda “Üretim ve tekrar-üretim” süper ikili kavramı da denmektedir.

3.2. Sahiplik Kavramının Tanımı

Sahiplik diğer bir ifade ile mülkiyet kavramı bir varlığa dair olan kullanım hakkını, daha net bir dille ifade etmek gerekirse bütün kanuni haklara sahip olmak suretiyle mevcut varlık üzerinde işlem yapabilme hakkını elinde bulundurabilmeyi ifade etmektedir (Gençtürk, 2003).

Sahiplik kavramına ait olan değerleri açıklayacak olursak, var olan herhangi bir işletmede belirli yönlerden kazançlara sahip olmak ile bu kazançlar doğrultusunda yetkilerin bulunmasıdır (Means, 1931).

İktisadi sistemde, hukuk sistemi ile bunlara ek olarak tarih, sosyoloji ve felsefe alanında önemli yere sahip olan sahiplik kavramı, genel bir ifade ile tanımlanacak olunursa eşyayı serbest bir şekilde kullanabilme imkânını veya belirli bir miktarda paraya sahip olabilmeyi ifade etmektedir (Challaye, 1994). Sahiplik kavramı, eşyanın serbestçe kullanılması imkânını kişiye sağlayarak, eşyanın satma ve kullanma hakkını vermekte buna ek olarak da kişiyi düzenleme ve ayarlama sorumluluğuna sahip kılmaktadır. Böylelikle sahiplik kavramı, sahip olunan herhangi bir mülkiyete dair yükümlülükler ile hakların bir araya getirilmiş hali olarak ifade edilmelidir (Monks and Minow, 2004).

İşletmeler bakımından sahiplik kavramını ifade etmek gerekirse, işletmeye sahip olan kişilerin mevcut olan fikri ve mülki işletme haklarının bütünü üzerinde kontrol yetkisine sahip olmasıdır. Mevcut olan bu kontrol, işletmenin üzerindeki

sahiplik hakkını ispatlar bir özelliktir. Sahiplik hakkı bir işletmenin var olan bütün faaliyet faktörleri üzerindeki tüm kanuni haklarıdır (Web 19, 2012).

3.3. Sahiplik Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bileşenleri

Bir işletmedeki sahiplik kavramını sadece o işletmenin hissedarlarına ait olan sahiplik açısından değerlendirmek, işletmedeki sahiplik kavramını açıklayabilmekte eksik kalmaktadır. Bunun sebebi sahiplik yapısının sadece tek bir öncül ile ifade edilebilecek kadar basit bir kavram olmamasından kaynaklanmaktadır. Literatüre bakıldığında işletme sahipliğinin birbirini tamamlayan iki bileşenden oluştuğu görülmektedir. Bu iki bileşen sırasıyla sahiplik (mülkiyet) yoğunluğu ve sahiplik kimliğidir (Groß, 2007).

Bu nedenle, sahiplik yoğunluğu işletmenin sermaye yapısını oluşturan hisselerin dağılımı ile ilgili iken, sahiplik kimliği kavramı işletmenin hissedarlarının kimliklerinin tanımlanmasıyla ilgilenmektedir (Groß, 2007).

3.3.1. Sahiplik Yoğunluğu

Sahiplik yoğunluğu kavramı, işletmedeki mevcut hissedarların elinde bulundurduğu hisselerin yoğunluğunu ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile belirtilecek olunursa, bir işletmenin hisselerinin büyük bir bölümünün bir kişi ya da kişilerin elinde bulunması şeklinde tanımlanabilmektedir (Groß, 2007). İşletmenin hisse senetlerinin en büyük orandaki kısmını elinde bulunduran hissedara ya da hissedar grubuna ait yüzdesi ne kadar yüksek ise, sahiplik yoğunluğu da o derece yüksek olmaktadır. Bununla birlikte elinde hisseleri bulunduran en büyük hissedara ya da hissedar grubuna ait olan hisse yüzdesi ne oranda düşükse, sahiplik yoğunluğu da aynı oranda düşük olmaktadır (Berezneak, 2007).

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (1998)'e göre gerçekleştirdikleri çalışmada vekalet sorunlarının diğer bir ifadeyle temsilcilik sorununun, kanunların etkin olduğu hallerde nispeten az görüleceği düşünülmektedir. Sahiplik yoğunluğu kavramı ile ifade edilmek istenen, kanunların hissedarların haklarını korumakta aciz kaldığı zamanlarda yani siyasi ve sosyal istikrarsızlık durumlarında olası olumsuzlukları önlemek amacıyla seçilen bir kavram olduğudur (Roe, 2003). Konuyla ilgili gerçekleştirilen bir araştırmada, kanuni korumanın azalmaya başladığı zamanlarda sahiplik yoğunluğunun artış gösterdiği bulunmuştur (La Porta et al., 1998).

Sahiplik yapısının yoğunluk gösterdiği işletmelerde büyük yatırımcıların işletmedeki üst düzey yöneticilerin görevlerinde suiistimalde bulunmalarını ve işlerini yaparken kaytarmalarını önleyici bir gücü mevcuttur (Shleifer and Vishny, 1986). Buna bağlı olarak daha az sayıdaki tasarruf sahipleri işletme içerisinde büyük yatırımcıların varlığını, yöneticileri izleme yeteneklerinden dolayı, yaptıkları yatırımı korumak amacıyla istemektedirler (Franks, Mayer and Rossi, 2009; Shleifer and Vishny, 1986). Yüksek sahiplik yoğunluğunun görüldüğü işletmelerde kontrol ile sahiplik tek bir bireyde bir araya gelmektedir (Kıyılar ve Belen, 2005). Bu yapılarıdaki kontrolü elinde bulunduran hissedarlar kendilerini temsil eden temsilciler ya da kendileri ile ilişkili olan yöneticiler ve/veya çalışanlar aracılığı ile yönetime dair kararlar üzerinde direkt olarak etkide bulunabilmektedir (Wang and Shailer, 2015).

Bu bağlamda kontrol sahipliği, yöneticilerin kendi istekleri doğrultusundaki davranışlarını azaltarak ya da engelleyerek işletmedeki küçük hissedarların haklarının korunmasına katkıda bulunmaktadır.

Kontrol sahibi hissedarın diğer bir ifade ile hâkim ortağın, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, işletmenin yönetimini üstlendiği gözlemlenmektedir. Buna ek olarak işletme içerisinde yer alan ve karar organı olan yönetim kurulunu ya da yönetsel faaliyetler ile kararların alınmasında etkin olan konumları da kendisinde tuttuğu görülmektedir (Arıkboğa ve Menteş, 2009). Yoğunluğun var olduğu durumlarda kontrol haline ilişkin diğer bir ifadeyle tam kontrol denilen kritik nokta aşılmadıkça yönetsel sahip konumunda bulunan kişi, çeşitlendirme stratejileri ile ilgili istekli bir biçimde hareket etmemektedir. Bunun sebebi ise çeşitlendirme stratejisi sonucunda ortaya çıkacak riski azaltmaya dair bireysel fayda bu esnada katlanacağı maliyetten daha az gerçekleşmektedir. Bu hal, azınlık hissedarlarının çıkarları ve yönetsel sahipliğin çıkarlarını aynı noktada birleştirmektedir. Başka bir şekilde ifade edilecek olunursa çeşitlendirme ve yönetsel sahiplik arasında ters yönde gerçekleşen bir ilişki mevcuttur (Chen and Yu, 2012).

Sahiplik yoğunluğunun bulunduğu bir ortamda kontrol sahipliğine dair oran yüksek bir çizgide olursa kontrol sahipliğini elinde bulunduran hissedar, gerçekleşecek paydaş değerinin artırılmasından daha fazla kendi menfaatini ön planda tutarak davranacaktır. Kontrolü elinde bulunduran hissedarın temettü paylaşımına ilişkin vereceği kararlar doğrultusunda azınlık hissedarları haklarından mahrum etmesi bu duruma örnek gösterilebilir (Mangena, Tauringana

and Chamisa, 2012). İşletmede kontrolü elinde tutan hissedarın işletmenin sahipliğindeki varlıkları mevcut piyasa değerinin yani fiyatının altında satarak kazanç elde etmesi sonucunda küçük hissedarların haklarından yoksun kalması bir buna ek bir örnek olarak verilebilir (Menteş, 2008).

3.3.2. Sahiplik Kimliği

Sahiplik kimliği kavramı, bir işletmede hisseleri elinde tutan ve böylelikle işletmenin kontrolü üzerinde baskın olan hissedarların tanımını ifade etmektedir. Bu kavram, işletmenin sahiplik yapısını açıklamakta olan nitel bilgileri içermektedir (Groß, 2007). Sahiplik kimliği bilgisi, işletmenin içerisinde ortak olarak yer alan hissedarların sahiplik türünü belirtmekle birlikte işletmelerin sahiplik yapısına dair özelliklerin farklılaştığını ifade etmektedir. Böylelikle, farklı türde sahiplik kimliklerinin, değişik teşvik unsurları ile farklı kontrol güçlerinin işletme içerisinde mevcut olduğunu göstermektedir (Web 17, 2016).

Sahiplik kimliği kavramı çeşitli şekillerde ifade edilmektedir. Aile sahipliği, devlet sahipliği, kurumsal sahiplik ile yönetsel sahiplik türleri buna örnek olarak gösterilebilir. Sahiplik yapısının baskın bir özellik gösterdiği hissedarların grubu, işletmenin amaçlarını etkileyebilmektedir (Web 32, 2001). İşletme içerisinde hangi tür sahiplik kimliklerinin baskın olduğu ülke yapılarına göre farklılık gösterebilmektedir. Sahiplik kimliğine dair farklılaşmaların kurumsal yönetim uygulamalarının da farklılaşmasına neden olabildiğine dair Ooghe ve De Langhe (2002) tarafından bir çalışma yapılmıştır. Ooghe ve De Langhe (2002)'e göre Amerika Birleşik Devletleri ile İngiltere'de faaliyet göstermekte olan işletmelerin yarısından fazlası finansal kuruluşlar tarafından temsil edilmektedir. Bireylerin ellerinde tutmakta olduğu bu işletmelerin oranı yaklaşık %20 ile %30 civarındadır. Almanya, Fransa ile İtalya'da yerleşik olup faaliyet göstermekte olan işletmelerin sahiplik kimlikleri şahıs işletmeleri olup bu oran %20 ile %40 civarında iken, finansal kuruluşların oranı %10-30 olup buna ek olarak yaklaşık %15-%35 civarında da bireysel yatırımcıların yer aldığı görülmektedir. İşletmelerin farklı türde sahiplik kimlikleri ile temsil edilmeleri, farklı türde amaçların varlığından dolayı gerçekleşmektedir. Bu nedenle her bir işletme belirlemiş olduğu amaçlarına yönelik kararlar vermektedir.

3.4. Sahiplik Yapısı Türleri

3.4.1. İşletme ve Sermaye Sahipliği

Ticari işletmeler tanımı itibariyle, kârlılıklarını artırmak ve mevcudiyetlerini sürdürebilmek sebebiyle insanların ve insanlarla ilgili olan canlıların talep ve ihtiyaçlarını sürekli bir biçimde karşılamak amacıyla, piyasası bulunan ve bununla birlikte fiyatı içerisinde yer aldığı piyasada ortaya çıkan iktisadi mal ya da hizmetleri satmak amacıyla sunan kuruluşlardır. Bu yapılar, maddi ve manevi birikim ile gereksinim sonucu da kurulabilmektedir. Bu maddi birikim ve gereksinimler mutlak surette herhangi bir kişiliğe ait olmayı bir zorunluluk olarak beraberinde getirmektedir. Oluşan maddi birikim ile gereksinimlerin ait olduğu bu kişilikler, işletme içerisinde sermaye sahipliği kavramını ortaya çıkarmaktadır. Şartların uygun hale getirilmesi ile tek bir girişim sahibi tarafından oluşturulabilen şahıs işletmeleri olabileceği gibi iki ya da daha fazla sayıda girişim sahibi tarafından var olan şartların uygun hale getirilmesi ile oluşan ortaklık yapısı ile de işletme kurulabilir. Geniş bir ifade ile işletme kavramını açıklamak gerekirse: İki ya da daha çok girişimcinin ortak ve ekonomik bir amaca ulaşmak amacıyla sahip oldukları emek, para ile malları oluşturulan bir sözleşme sonucunda kurulan ortaklıktır (Web 11, 2006).

İşletme ya da sermaye sahipliği, iktisadi bir terim olarak birbirine oldukça yakın iki kavramdır. Bu iki kavram kimi zaman birbirlerinin yerine kullanılabilir aralarında küçük bir fark bulunmaktadır. İşletme sahibi kişiler ile tüzel kişilikler işletmenin kurucusu olarak yer almaktadır. İşletmeye sermaye koyan kişi ya da kurumlar yani sermaye sahipleri işletmenin kurucusu olabileceği gibi daha önceden kurulmuş ve faaliyetlerini devam ettirmekte olan bir işletmenin hissedarı olarak da yer alabilmektedirler. Nihai olarak daha önceden kurulmuş veya kurulacak olan bir işletmenin belirli bir oranda sermayesine ya da hisse senetlerine sahip olmak, elde bulundurulan miktar kadar işletmenin sermayedarı olmayı tanımlamaktadır.

Şahıs işletmelerinde sahiplik belirli şahıslar üzerinde toplanmıştır. Bu oluşturulan ortaklık yapısının birbirleriyle olan uyumu işletmenin ve faaliyetlerinin devamı açısından son derece önemlidir. Bununla birlikte şahıs işletmelerinde görülmesi gereken uyumun sermaye işletmelerinde de mutlaka olması gerektiğine dair bir zorunluluk mevcut değildir. Sermaye işletmelerinde şahısların birbirleriyle olan uyumundan daha çok işletmeye koyulan sermaye kavramı ve miktarının önemi bulunmaktadır. Sermaye işletmelerinde işletmeye sermayeyi koyan kişiler yani

sermayedarlar işletme içerisinde yönetici konumunda bulunmamaktadır. Sermayedarlar ellerindeki sermayeyi işletmeye yatırım yapmak amacıyla aktarmışlardır. Bu nedenle bu hissedarlar arasında görülen uyum çok fazla bir önem göstermemektedir. Fakat şahıs işletmelerinde kurucu olan şahıslar hem yönetici pozisyonunda hem de hissedar konumunda bulduklarından dolayı işletmenin varlığını ve faaliyetlerini devam ettirebilmeleri açısından mutlaka birbirleriyle uyum göstermek zorundadır. Şahıs ve sermaye işletmeleri özetlenecek olunursa:

Tablo 3. 4. 1. 1: Şirket Türleri (Web 18, 2014)

Şahıs Şirketleri	Sermaye Şirketleri
Şahıs Şirketi (Adi Şirket)	Limited Şirket
Kolektif Şirket	Anonim Şirket
Adi Komandit Şirket	Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket

Ticari işletmeler temelde, kooperatif, sermaye ve şahıs işletmesi olmak üzere üç farklı başlıkta incelenmektedir. Şahıs işletmesiyle ifade edilen genel olarak sadece bir gerçek kişi tarafından kurulan işletmedir. Şahıs işletmesi demek sadece tek kişi işletmesi olarak düşünülmemeli ve bu ölçüde değerlendirilmemelidir. Şahıs işletmesi denildiğinde adi komandit veya kolektif işletme düşünülmelidir (Web 18, 2014).

Şahıs işletmelerinde ortaklar kurmuş oldukları işletmenin borçlarından dolayı sınırsız bir sorumluluğa sahiptirler ve müteselsildir yani sorumluluk tek bir şahıs tarafından değil herkes tarafından üstlenilmektedir (Komandit işletmelerde komanditer ortak hariç). Sermaye işletmelerinde ise sermayedarlar borçlarından ve sorumluluklarından işletmedeki mevcut payları kadar sorumludurlar.

3.4.2. Sermaye Sahipliği

Sahiplik yapısına dair çalışmalarda birtakım varsayımlardan hareket edilmiştir. Bu varsayımlara örnek verecek olursak:

Jensen ve Meckling tarafından 1976 senesinde yapılan bir çalışmada işletmede yer alan yöneticilerin sahip olduğu sermaye payının oranı, işletmedeki ortakların servetlerini maksimize etme hedefine dair saptamalara neden olabilmektedir. Bu sermaye payının oranının yüksekliğinin, yöneticilerin kendi amaç ve çıkarlarını tatmin

etme ihtiyacını ön planda tutmalarına sebep olarak işletmenin var olan değerini etkileyebileceği görülmüştür (Jensen and Meckling, 1976).

Yapılan çalışmalarda işletmenin büyük hissedarlarının sermaye paylarının oranının yüksekliğinden dolayı işletmenin yönetimine fiilen ilgi göstermesi ve bununla birlikte yönetimi kontrol altında tutmasının beklendiği gözlemlenmiştir (Shleifer and Vishny, 1986).

Gerçekleştirilen başka bir çalışmada ise mevcut hissedarların niteliklerinin hissedarların zenginliğinin maksimize edilmesine verilen önemi etkileyebileceği ortaya konmuştur. Buna örnek olarak ise devlet yani kamu tarafından sahip olunan işletmelerin faaliyet amaçlarından daha çok siyasi amaçlara yönelebileceği savı dile getirilmiştir (Shepherd, 1989).

Ellerinde bulunan hisselerin dağılımı sonucunda çeşitlenmiş bir portföye sahip olan hissedarların işletmenin riskinden etkilenmeyeceği finansal teoriye göre mutlaklıdır. Bunun tersi bir şekilde sahip oldukları tüm hisseleri sadece bir işletmeye odaklayan hissedarların düşük bir riskse sahip olan işletme stratejisi ya da stratejilerine yöneleceği tespit edilmiştir (Brealey and Myers, 1984).

Borçlanmanın risk içermesinden dolayı, işletme 'de ki üst düzey yöneticilerin düşük bir oranda ortaklık payına sahip olmaları halinde yüksek miktarda bir borçlanma durumunun gerçekleştiği görülmüştür. Fakat üst düzey yöneticilerin yüksek oranda ortaklık payına sahip olmaları ya da bu oranın artış gösterdiği durumlarda işletmenin borçlanma oranının azaldığı tespit edilmiştir (Web 49, 1999).

Özkaynak kavramı işletmenin varlık toplamından sahip olduğu borçlarının çıkarılması sonucu ortaya çıkan parasal bir değeri göstermektedir. Bu parasal değer, işletmedeki hissedarların varlıklar üzerinde sahip olduğu kanuni hakları ifade eder ve parasal olarak somutlaşmış halidir. Sermaye sahipliği kavramı yukarıda ifade edildiği üzere dar anlamda özkaynaklar ile ifade edilirken geniş anlamda ise hisse senetlerine sahip olanların ellerinde bulundurdukları menkul değerlerin sadece parasal değerinin yanı sıra tüm hususları ile yani parasal olan ve olmayan yönleri ile de ifade edilmektedir.

Burada ifade edilmek istenen hisse senetlerine sahip olan kişilerin hem niceliksel hem de niteliksel özellikleri beraber ele alınmaktadır. Doğal olarak bu iki kavram geniş bir şekilde birbirlerinden ayrılmaktadır. Hisseleri ellerinde bulunduranların niceliksel ve niteliksel özelliklerinin dikkate alınması ile dar anlamda özkaynak kavramı sermaye sahipliği kavramından ayrılmaktadır.

İşletme’de ki sermaye sahiplerinin sahip oldukları sermaye oranından dolayı işletmeyi her zaman yöneten bir grup olarak adlandırılmaları doğru değildir. Belirli bir oranda hisse senetlerine sahip olanlar yani sermaye sahipleri hak sahibi olarak adlandırılırken, yönetim hakkına sahip olup işletmenin gidişatına yön verenler ise yönetim sahipleri yani kontrol hakkı sahibi olarak adlandırılmaktadır.

İşletmelerde zaman içerisinde yönetim ve sahiplik yapısının değişmesi sonucu ortaklıklar meydana gelmiş böylelikle sahiplik ve kontrol ayırımına farklılık daha net ve belli hale gelmiştir. Kontrol etme imkânına sahip bulunmayan hissedarlar ile yüksek bir oranda sahiplik payına sahip olamayıp bunun tam tersi bir şekilde kontrol hakkına sahip olanlar yüzünden farklı durumlar meydana gelmiştir (Ülgen ve Mirze, 2007). Hissedarlara ait olan sahiplik hakkı: finansal hakları, varlıklara gerçek anlamda sahip olmak ile kâr payı üzerindeki hak sahipliğini ifade ederken yöneticilere ait olan kontrol hakkı ise faaliyetlerin devamlılığının ve amaca ulaşılmasının sağlanabilmesi amacıyla oy hakkını ve bu oy hakkı ile faaliyetlere etkide bulunabilme gücünü ifade etmektedir. Haklara dair yapılan bu ayırımın sonucunda işletmeler için bir takım farklı sonuçlarda ortaya çıkabilmektedir. Bu ayırım sonucunda işletme içerisinde farklı oranlarda hisse senedine sahip olunduğu zaman, hisse senedi sahiplerinin kontrol hakkı temsilciği için hem işletmenin hem de sermaye sahiplerinin farklı maliyetlere katlanma durumu ortaya çıkmaktadır. Bu iki kavramın birbirlerinden ayrı olması doğal olarak birtakım riskleri de beraberinde getirmektedir. Kontrol hakkı yani yönetim hakkına sahip olan üst düzey yöneticiler faaliyetlerin devamı ve işletmenin varlığı açısından etkili olsalar bile kendi aldıkları karar ve yaptıkları işlem sonucunda oluşabilecek yarar ya da zarar doğal olarak sermaye sahiplerinin olacaktır. Bu durum yani oluşacak zarar ya da faydanın büyüklüğü de aynı zamanda üst düzey yöneticilerin lehine ya da aleyhine yönelik olacaktır. Sonuçta her iki tarafta oluşması muhtemel durumlardan etkilenseler de sermaye sahiplerinin riski her zaman daha yüksek olacaktır.

İşletmenin içerisinde pay hakkına sahip olmayan bir yönetici işletmeni mevcut sermayesini daha rahat kullanabilmektedir. Çünkü risk konusu olan sermaye kendilerine ait değildir. Verilen kararların ya da yapılan yatırımların olası negatif sonuçları hissedarları etkileyecektir (Dura, 2006). Yöneticilerin sahip oldukları imkân ve şartların kendi faydalarına yönelik bir ortamın oluşmasına sebep vermesiyle birlikte kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri nedeniyle meydana gelen maliyetler hissedarlara yansıtılabilmektedir. Birçok maliyete neden

olan bu husus, üst düzey yöneticiler ve hissedarlar arasındaki sahiplik ile yönetim konusundaki ayrımdır. Bu ayrım işletmeye sahip olanlar ile yöneticiler arasındaki var olan bir ilişkiyi açıklayarak yöneticiler ile sermaye sahipleri arasında net bir tanımlama yapılabilmesine imkân sağlayabilmektedir. Sahiplik ile kontrol ayrımı konusundaki çalışmalar yakından incelendiğinde, işletmenin sahipleri ile yöneticilerin arasındaki olası sorunların kaçınılmazlığı görülmektedir (Jensen and Meckling, 1976).

Bir kişinin ya da ailenin doğrudan bir sahipliği elde etmesi hisse senetlerine sahip olması yoluyla gerçekleşebilmekte ya da dolaylı bir şekilde sahip olması ise piramit yapılar ile holding şeklinde görülen yapılanmalar aracılığı ile mümkün olabilmektedir. Sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılmasında etkili olan faktör, piramit ve holding türü yapılanmaların sağladıkları imkânlardır. Böylece hâkim konumda bulunan ortağın işletmenin kontrol haklarını elde edebilmesi için daha düşük bir oranda hisse senedine sahip olması yeterli olabilecektir (Almeida and Wolfenzon, 2006).

Kalkınmış ülkelerde yer alan işletmelerde, sahiplik ile kontrol yapıları arasındaki ilişkiler daha belirgin bir şekilde olup birbirlerinden ayrıdır. Bu ilişki yapısı daha sık bir şekilde kullanılmaktadır (Schaan and Beamish, 1988). Sahiplik ile yönetim kavramlarının barındırdıkları etkilerin birbirlerinden ayrılması bir takım önemli sorunlara yol açabilmektedir. Çıkar çatışmaları kavramı, yönetici ile sermaye sahipleri arasındaki problemlerin başında gelmektedir. Bu çatışmayı önlemek amacıyla işletmedeki sahiplik payından yönetici konumunda bulunan kişilere de pay verilmesi durumunda doğal olarak daha yüksek bir oranda paya sahip olan üst düzey yöneticiler hissedarlarının menfaatlerini korumak amacıyla daha çok gayret edebileceklerdir (Jensen and Meckling, 1976).

İşletmenin bir aile işletmesi olup olmadığı gibi niteliksel özellikler, kurumsal yatırımcı ve yabancı yatırımcıların mevcudiyeti, işletme içerisindeki üst düzey yöneticilere, performanslarına ve verimliliklerine katkı sağlaması amacıyla hisse senetlerinden pay verilip verilmediği gibi durumlar sermaye sahipliği kavramının içerisinde yer almaktadır. İşletmelerde hisse senetleri bazen belli bir grubun elinde bazen de geniş kitlelerin elinde bulunmaktadır. Aile işletmelerinde hisseler çoğunlukla aile üyelerinin elinde toplanmaktadır. Bu durum yüzünden aile üyeleri işletmenin yönetim yapısını diledikleri gibi biçimlendirebilmektedirler. Hisselerin çoğunluğunu ellerinde bulunduran aile üyeleri işletmeyi hem kendileri yönetebilir

hem de istedikleri yönetici ile çalışabilme imkânını ellerinde bulundurabilirler. İşletmelerin büyüklüğü zaman içerisinde değiştikçe sermaye sahibi ile işletmenin kontrolünü elinde bulunduran kişinin kim ya da kimler olduğu da değişmektedir. Genellikle küçük yapıdaki işletmelerde sermayeye sahip olan kişi aynı zamanda işletmenin kontrolünü de elinde bulunduran kişi olarak yer almaktadır. Bununla birlikte işletmenin büyümesi ve hissedar sayısındaki artış durumunda işletmenin kontrolünün ne olacağı durumu da önem kazanmaktadır. İşletmenin kontrolünü sağlayan araçların temel görevi oy hakkı ile nakit akımı hakkı arasındaki ayrımı sağlamaktır. Bunun sebebi ise hissedarın elindeki sermaye payına bakmadan yani elinde bulundurduğu sermaye oranından daha fazla oy hakkına sahip olma isteğidir.

3.4.3. Sahiplik Yapılarına Göre İşletmeler

Sahiplik yapısı türlerinden sahiplik kompozisyonu ve bu kompozisyonun çeşitleri bu kısımda incelenecektir.

3.4.3.1. Sahiplik Kompozisyonu

Sahiplik kompozisyonu kavramı işletmenin hisse senetlerini elinde bulunduran hissedarların kurumsal ya da bireysel olmak üzere kimlerden oluştuğunu ifade etmektedir. Sahiplik kompozisyonun içerisinde aile işletmeleri sahipliği ile dağınk sermaye sahipliği yanında kurumsal yatırımcı sahipliği, yabancı sahipliği, yönetici sahipliği ve devlet sahipliği kavramları dikkate alınması gereken kavramlardır (Sakinç, 2008).

3.4.3.1.1. Dağınk Sahiplik

Dağınk sahiplik yapısı kavramı, sahiplik ve kontrolün birbirlerinden ayrılmasını sağlayan ve işletmedeki hisselerin çok sayıda hissedar tarafından ellerinde tuttukları bir sahiplik yapısıdır (Berle and Means, 1967). Dağınk sahiplik yapısında sermaye, küçük hissedarlar arasında dağılmıştır. Dağınk sahiplik yapısına sahip bir işletmede kontrol unsuru işletmedeki çok sayıda hissedar tarafından paylaşılmaktadır. Böylelikle kontrol tek bir elde yoğunlaşmamaktadır (Coffee, 2001). Dağınk sahiplik yapısına sahip olan bir işletmede hâkim bir hissedar yani baskın sermayedar grubu bulunmamaktadır. La Porta, Lopez de Silanes and Shleifer, dağınk sahiplik yapısına göre işletme bünyesindeki hiçbir hissedarın %10'dan daha fazla bir oy hakkına sahip bulunmadığını belirtmektedir (La Porta et al., 1999). İşletme içerisinde ortakların her birinin işletmenin üzerinde egemenlik kurması ya da faaliyetleri sürdürmesi söz konusu olamamaktadır (Aslan, 2005). Bu tür yapıya sahip

olan işletmelerde yönetim kadrosu ile hisse senetlerini elinde bulunduran hissedarlar birbirlerinden ayrılmaktadır. Hissedarların refahının maksimizasyonu yani zenginlik durumu işletmedeki üst düzey yöneticilerin verecekleri kararlara bağlıdır. Bunun sebebi ise işletme bünyesinde baskın bir sermayedar grubu bulunmadığından dolayı işletmenin genel kurulunda alınan karar sonucu seçilen üst düzey yöneticiler en yetkili konumuna gelmektedir. Baskın sermayedar yani hissedar bulunmadığından dolayı atanacak olan üst düzey yöneticilerin seçiminde hissedarların herhangi birisinin etkisi bulunmamaktadır. Kısaca üst düzey yöneticiler sermaye sahiplerinden kısmen de olsa bağımsız bir konumdadırlar.

Üst düzey yöneticilerin çok güçlü ve etkin bir konumda olmasındaki ana unsur işletme içerisinde çok fazla sayıda hissedarın olması ve seçim aşamasında ortak bir yargıya varılamamasıdır (Web 31, 2001). Dağınık sahiplik yapısına sahip olan işletmelerde sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmış olması çıkar çatışmalarını da ortaya çıkarmaktadır. Bu tür sahiplik yapısına sahip olan işletmelerde doğal olarak vekâlet maliyetleri de yüksek olmaktadır. Bunun temel sebebi ise üst düzey yöneticilerin işletmenin yönetiminde ve faaliyetlerinde karar verici olmaları ile kimi zaman kendi menfaatleri doğrultusunda davranarak hissedarların çıkarlarına ters düşecek şekilde kararlar almalarından kaynaklanmaktadır (Karabıyık, 2011).

Dağınık sahiplik yapısına sahip olan işletmelerde sermaye girişleri ile borç/öz kaynak oranlarının yüksek olduğu görülmektedir. Bu tür yapıya sahip olan işletmeler kaynak tedarikinde zorlanmadıkları gibi elde ettikleri kaynaklar ile maddi duran varlıklara yatırımda bulunabilirler. Yine işletmenin aktiflerinde görülen çeşitliliğin yüksek olması da uzmanlaşma düzeyinin yüksek olmasının beraberinde getirdiği bir avantajdır.

Pejovich (Web 31, 2001) ve Berezneak (2007) gerçekleştirdiği çalışmalar doğrultusunda dağınık sahiplik yapısının beraberinde getirdiği avantajlar aşağıda yer almaktadır:

- a) İşletme bünyesindeki sermaye tabana yayıldığından dolayı işletmeye yatırım yapanlar daha fazla getiri sağlamaktadır. Sahipliğin yoğun yani tek bir elde toplandığı işletmelerde bu getiri oranı daha az olmaktadır.
- b) Yine sermayenin tabana yayılmasından dolayı çok sayıda hissedardan oluşan dağınık sahiplik yapısında şeffaflık düzeyi daha yüksek olarak kabul edilmektedir.

- c) Kontrol ile yönetimin birbirlerinden ayrıldığı bu tarz yapıya sahip işletmelerde işletmenin yönetimi ve faaliyetleri profesyonel üst düzey yöneticiler tarafından sağlanmaktadır. Böylelikle işletmenin sahip olduğu kaynakların etkin ve verimli bir şekilde kullanılması sağlanarak işletmenin büyümesine olanak sağlanabilmektedir.
- d) Dağınık sahiplik yapısına sahip olan işletmelerde üst düzey yöneticilerin hissedarlara karşı sorumluluğu bulunmaktadır. Bu sorumluluktan dolayı üst düzey yöneticiler hissedarlara yönelik doğru, şeffaf, güvenilir ve yeterli miktarda bilgi vermek zorundadır (Web 31, 2001; Berezneak, 2007)

Dağınık sahiplik yapısının avantajları olduğu kadar bu yapının beraberinde getirdiği birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar aşağıda sıralanmaktadır:

- a) Dağınık sahiplik yapısı, hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarının yaşanmasını engellemek amacıyla yöneticilerin kontrolünü de beraberinde getirmektedir. Bu kontrol unsuru ile birlikte bir işlem maliyeti de ortaya çıkmaktadır. Kontrol yani gözleme unsurundan kaynaklanan üst düzey yöneticilerin izlenme maliyetidir. Şayet yöneticiden kaynaklı bir problem durumunda işe alma ve işten çıkarma gibi maliyetlerde ortaya çıkmaktadır.
- b) İşletmenin bütün faaliyetlerinin üst düzey yöneticiler tarafından sürdürülmesinin avantajları olduğu kadar dezavantajları da bulunmaktadır. Suiistimal riski buna örnek olarak verilebilir. Yöneticiler, kendi çıkarları doğrultusunda işletmenin sahip olduğu varlıkları üstlerine geçirebilirler. Buna sebep olan etken ise yöneticilerin ellerinde bulunan kontrol yetkisinin hissedarların kendilerine karşı sorgulamasını kısıtlamasıdır (Web 31, 2001; Berezneak, 2007).

Yukarıda belirtilen dezavantajları engellemek amacıyla dağınık sahiplik yapısının görüldüğü işletmelerde üst düzey yöneticileri kendi çıkarlarına yönelik değil de hissedarların menfaatleri doğrultusunda davranmaya yöneltecek sistem yani mekanizmalara ihtiyaç vardır.

3.4.3.1.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Bir işletmenin hisse senetlerine kurumsal yatırımcılar tarafından sahip olunuyorsa bu durumda işletmenin sahiplik yapısı kurumsal yatırımcı sahipliği olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasalarında son dönemlerde emeklilik fonları, hayat sigortası işletmeleri ile yatırım fonlarının giderek büyümesi tasarrufların da giderek kurumsallaşmasını beraberinde getirmektedir. Bu kurumsallaşma olgusu, bireysel yatırımcıların sahip oldukları tasarrufları direkt olarak menkul değere yatırmaları veya bu tasarrufların profesyonel bir yapıya sahip olan portföy işletmeleri tarafından yönetilmesi ile ortaya çıkmıştır (Algüner, 2006). Sınırlı miktarda tasarruf sahibi olan küçük yatırımcıların bu birikimlerini verimliliği yüksek olan yatırımlara yönlendiren kurumlara kurumsal yatırımcılar denmektedir (Kocabıyık, 2006). Kurumsal yatırımcıların verimliliği yüksek olan yatırımlara yönlendirmesinden kasıt kabul edilebilir bir risk seviyesi olan, vade ve vade sonundaki getirisi yani getiri maksimizasyonunun yüksek olmasıdır (Davis, 1996). Bu tarz yapıya sahip olan işletmelerde kurumsal yatırımcılar işletmenin sahipliğinde baskın bir rol üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların işletmenin sahipliğinde baskın bir rol izlemeleri, işletme içerisindeki üst düzey yöneticilerin takibi ve işletmenin faaliyetleri hakkında bilgi temin etmeleri açısından önemli ve etkin bir rol oynamaktadır. Bu sahiplik yapısının temeline bakıldığında asıl incelenmesi gereken kavramın kurumsal yatırımcılar olduğu görülmektedir (Elyasiani and Jia, 2010).

Kurumsal yatırımcılar sınıflandırmaya tabi tutulduğunda, emeklilik fonları, sigorta işletmeleri ve yatırım fonları olacak şekilde ayrılmışlardır. Küçük yatırımcılardan katılma belgeleri karşılığında sağlanan fonlar ile bu katılma belgesine sahip olan yatırımcıların namına inançlı mülkiyet esasları ile riskin dağıtılması ilkesine uygun bir şekilde yatırımcıların sahip olduğu menkul kıymetlerin tamamını yönetmek amacı ile oluşturulan mal varlıklarına denmektedir. Bu yatırım fonlarının tasarrufları, ters repo, özel sektör borçlanma araçları, hisse senetleri, altın ile benzeri kıymetli madenlerin bir araya getirilmesi ile tahvil/bono sonucu oluşan portföylerde değerlendirilmektedir (Web 42, 2005). Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasaları mantığına göre uzun vadeli yatırım yaptıkları ve büyük bir oranda pay sahibi oldukları bir işletmenin kontrolüne sahip olmak ya da nakit akımları üstünde söz sahibi olmak yerine kısa vadeli portföy yatırımları yapmaktadır. Kısa vadeli portföy yatırımlarını gerçekleştirmelerindeki ana sebep sermaye piyasalarının etkin piyasa

hipotezinde anlatıldığı üzere etkin bir şekilde çalışmamasından kaynaklanmaktadır. Bu sebeplerden dolayı kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında aktif olarak değil pasif bir şekilde faaliyetlerini sürdüren yatırımcılar olarak görülmektedir (Duggal and Millar, 1999).

Kurumsal yatırımcılar sahip oldukları fonları yönetirken bu fonlara dair kararları kendi müşterileri ya da fon kaynağı adına almaktadırlar. Eğer kısa vadede bir yatırım stratejisi kararı alınmış ise, fon kaynağı yatırım tercihi sebebiyle oluşması muhtemel riskleri azaltmak isteyecek ve bununla birlikte kurumsal yatırımcının da bu isteklere göre bir davranış göstermesini talep edebilecektir. Yatırım yapılan bir işletmenin kontrolünü ele almak ve büyük oranda bir pay sahibi olarak yatırım yapılan işletmenin nakit akımları üzerinde bir söz sahibi olmak gibi yukarıdaki belirtilenin aksine bir karar aldıkları zaman bu durum temsilcilik sorununu da beraberinde getirebilecektir (Sayman, 2012).

Kurumsal yatırımcılarının sermaye piyasası içerisindeki ağırlığının ve öneminin artmasının nedenleri aşağıda yer alan maddeler şeklinde sıralanmıştır:

- a) Kurumsal yatırımcılar içerisinde yer aldıkları piyasada aracılık görevi üstlenmekte ve gelişmiş ülkelerde finansal yeniliklerin önünü açmaktadırlar (Merton and Bodie, 1995).
- b) Kurumsal yatırımcılar büyük ölçekli olmalarından dolayı bölünemeyen büyük yatırımlar yapma imkânına sahiptirler. Bu büyüklüğe bağlı olarak müdahale imkânına sahiptirler. Elde edilen bu müdahale gücü yatırım yapılan işletmelere dair kontrol imkânını beraberinde getirmektedir (Aysoy, 2011).
- c) Kurumsal yatırımcılar sahipliğin tabana yayılmasını amaçlayarak bu doğrultuda büyük ölçekli yatırım projelerinin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimini sağlar ve riskin dağıtılmasına dair bir sistem oluştururlar. Amaçlanan hedeflerden biri olan tasarruf birikimi kurumsal yatırımcıların en önemli fonksiyonlarından birini oluşturmaktadır (Merton and Bodie, 1995).
- d) Kurumsal yatırımcılar sahip oldukları büyük fonların bir miktarı ile ikincil piyasalarda menkul kıymet alımı ve satımı gerçekleştirebilmektedirler. Bu alım ve satım işlemi, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasında istikrar sağlayıcı bir rol üstlenmelerine olanak sağlamaktadır.

- e) Kurumsal yatırımcıların sahip oldukları özelliklerden dolayı piyasadaki ağırlıkları ve sermaye piyasalarının derinliği birbirleriyle uyum gösterdiğinden dolayı, finansal derinleşme noktasında önemli bir fonksiyona sahip oldukları görülmektedir (Aras ve Müslümov, 2003).

Kurumsal yatırımcıların işletme içerisinde görülen temsilcilik sorununun çözümünde bireysel yatırımcılara oranla avantajları bulunmaktadır. Çünkü kurumsal yatırımcılar anonim yapıda kurulmuş işletme hisselerine blok yatırım yapmakta ve işletme içerisindeki olası bir temsilcilik sorununda sahip olduğu oy haklarını kullanarak işletmenin yönetimini değiştirebilme gücüne sahip olabilmektedirler (Aras ve Müslümov, 2003).

Duggal ve Millar (1999) tarafından kurumsal yatırımcılar ile ilgili yapılan bir çalışmada, işletmenin hisse senetlerine sahip olmak isteyen kurumsal yatırımcıların işletmenin hisse senetlerini ele geçirmeden önce ve ele geçirdikten sonra işletme performansının kurumsal yatırımcıların bu sahipliğinden dolayı nasıl etkilendikleri üzerinde durmuşlardır. Kurumsal yatırımcıların işletme hisselerini ele geçirdikten sonra işletmenin performansında olumlu sonuçların ortaya çıktığı çalışma sonucunda gözlemlenmiştir. Bir diğer çalışmada ise yabancı kurumsal yatırımcıların yatırımda bulunacakları işletmeleri seçerken, tercihlerinin hisse senetlerinin büyük çoğunluğuna küçük yatırımcıların sahip olduğu işletmeler olduğu yönünde görülmüştür. Bu durum defter yani muhasebe değerinin piyasa değerine oranı düşük olan işletmelerin tercih edildiğini buradan hareketle bu tür işletmelerin ise hisse senetlerinin piyasada daha fazla değerlendirildiğini göstermektedir (Ko, Kim and Cho, 2007). Kurumsal yatırımcılar tarafından hisse senetlerine sahip olunan işletmelerin performanslarının gözlemlendiği bir çalışmada ise kurumsal yatırımcıların hâkimiyetinde olan işletmelerin gösterdiği performansın diğer işletmelere nazaran daha fazla olduğu görülmüştür (Cornett, Marcus, Saunders and Tehranian, 2007).

3.4.3.1.3. Yabancı Yatırımcı Sahipliği

İşletmelerin sahiplik yapılarında yabancıların payı önem göstermektedir. Yabancı ortak ya da ortakların, işletmenin faaliyetlerine dair aldıkları kararlarda, çalışma prensiplerinde, üretim fonksiyonları ile üretim şekillerinde, kurum kültürü gibi doğrudan işletmenin performansına etkide bulunan konularda önemli etkileri görülmektedir (Kulalı, 2013). Yabancı yatırımcılar, olası birleşme ya da satın almalar için birçok sektörden birisini seçip ilgili sektörün içerisinde yer alan işletmeleri

incelerse, birden çok sektörde aynı anda bu işi yapmakta olan yatırımcılara oranla daha az bir maliyetle karşılaşılır. Bu durum, ülke içerisindeki yabancı yatırımcıların belirli bir sektör içerisinde global olarak daha az bir maliyete katlanarak üretken olabileceğini gösterip Ricardo'cu (Ricardo, 1821) bir avantaj elde edebileceklerini göstermektedir (Yüksel ve Sarıdoğan, 2011).

Yabancı sermaye geliştirmekte olan ülkelerdeki işletmelerin değişen sahiplik yapılarının ülke ekonomisine ve işletmelerin performanslarına olan etkisini incelemesine yoğun bir şekilde ilgi göstermektedir. Değişen sahiplik yapılarının sonucunda görülen etki hem ülke düzeyinde yapılan raporlamalarda hem de akademik anlamda yapılan çalışmalarda incelenmektedir (Demirci ve Şahin, 2015). Yabancı sermayenin işletmedeki ortaklık yapısını değiştirmesiyle birlikte ortaya çıkan çıkar çatışmaları ve kontrole dair problemler işletme bünyesindeki temsil yapısını dair problemleri de göz önüne sermektedir. Bu konuyla ilgili olarak ilk kez Jensen ve Meckling tarafından yapılan bir araştırmada, işletmedeki yöneticilerin ortaklık yapısında meydana gelen değişimlerin işletme bünyesinde gerçekleşen performansa olan etkisini değerlendirmeye almaları gerektiğini ortaya koymuştur (Jensen and Meckling, 1976).

İçerisinde bulunduğumuz dönemde işletmelerin faaliyetlerine devam edebilmesi ve rekabeti sürdürebilmeleri için yer aldığı piyasa ve Pazar içerisinde üstün konumda olmaları tek başına yeterli olmamaktadır. İşletmeler daha doğru kararlar alabilmek ve dışarıdaki pazarlara daha düşük bir risk ile açılabilme amacıyla faaliyet göstermek istedikleri pazarları iyi tanıyan işletmeler ile iş birliğine gitmektedirler. Bu iş birliğinin gerçekleşmesi amacıyla bu işletmeler birleşebilmektedir. Ülkemizde son yıllarda Borsa'da faaliyet gösteren işletmelerin sahip oldukları hisse senetleri yabancı yatırımcılar bir diğer ifade ile yabancı işletmeler tarafından satın alınmakta böylece uluslararası pazarlarda iş birlikleri gerçekleşmektedir. Sonuçta gerçekleşen bu iş birlikleri ve satın almalar sonucunda yabancı yatırımcıların işletmelerimizdeki sahiplik oranları artış göstermeye başlamıştır. Bunların yanı sıra ülke içerisinde birçok işletme direkt olarak yabancı sermayeli işletmeler tarafından kurulmuş ya da daha sonraki dönemlerde yabancı işletmeler tarafından ele ele geçirilmiştir. İşletmeler bu yabancı sermayeye sahip hissedarlar tarafından kontrol edilmeye başladıklarında, işletme bünyesine bilgi ve teknoloji aktarımının yanı sıra önemli miktarda sermaye transferini de beraberinde getirmişlerdir (Sayman, 2012).

1980 senesi devletin makroekonomik politikaları açısından bir dönüm noktası özelliği taşımaktadır. İthalatın ağırlık kazandığı bir sanayi politikasından ihracat ağırlıklı bir sanayi politikasına geçilmesi, üretim faaliyetlerinden çekilerek yerel piyasa ve pazarı yabancı işletmelerin rekabetine açmayı hedefleyen devletin yabancı sermayeye bakışında da önemli birtakım değişiklikler olmuştur (Önis, 1992; Demirbağ and Weir, 2006). Yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları ülkeye sermaye ile birlikte yeni teknoloji transferini de beraberinde getirmelerinden dolayı (Önis, 1994), 1980’li yıllarda çıkartılan kanunlar ile birlikte Türkiye yabancı yatırımcılar için daha cazip bir hale getirilmeye başlanmıştır (Önis, 1994; Tatoglu and Glaister, 1998).

Ülkemizdeki işletmelerin yapılanması genel olarak aile işletmesi biçiminde olup böylelikle sermaye ve yönetim fonksiyonlarını tek elde tutmak isteseler de son dönemlerde sermaye piyasalarında işlem görmekte olan işletme sayısında görülen artış, yabancı işletmeler ile gerçekleştirilen ortaklıklar ile üst düzey profesyonel yöneticilerin sayısında görülen artış vekâlet teorisi kavramını ülkemiz için son derece önemli bir konu kılmıştır (Güvençer, 2008).

Yabancı bir sermayenin bir işletmenin sahipliğine ortak olması yani katılma kararı almasında yatırımcının aklında ne gibi düşüncelerin olduğu ve sahiplik ile ilgili alacağı kararlarda hangi faktörlerin etki gösterdiği önemlidir. Hymer’in yaptığı bir çalışmada bu düşünce şu şekilde açıklanmıştır: yabancı bir işletmenin bir başka ülkedeki işletmenin kontrolünü ele geçirmek istemesi ve sahiplik yapısına katılması, ilgili işletmenin diğer ülkelerdeki işletmeler ile arasındaki rekabeti ortadan kaldırmak ya da işletmenin sahip olduğu belirli kaynak ile yeteneklerinden elde etmiş olduğu getirilere sahip olmak istemesinden doğmaktadır (Hymer, 1960). Yabancı sermayeye sahip işletmeler ile ilgili olarak dikkate alınması gereken bir diğer konu ise bu işletmelerin göstermiş olduğu performanstır. Yabancı sermayeli işletmelerin göstermiş olduğu performans, bu işletmelerin ileri teknoloji ve örgütsel bazdaki uygulamalarının yeni bir ürün ve sürece dair geliştirdikleri inovasyon olarak katılımda buldukları işletmeye transfer etmesine bağlanmaktadır (Arnold and Javorcik, 2009; Ramondo, 2009; Stiebale and Reize, 2011). Yabancı işletmelerin sahiplik yapısına katılmaları daha çok satın alma şeklinde gerçekleştiği için ortaya çıkan bu yüksek performansın seçim aşamasında performansı yüksek olan yerli işletmeleri seçiyor olmasından kaynaklanabilmektedir (Navaretti and Venables, 2004).

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılmış çalışmalara baktığımızda Kim ve Lyn tarafından 1990 senesinde Amerika’da yapmış oldukları ve yabancı sermayeli işletmelerin karlılık durumlarının incelendiği bir çalışmayı görmekteyiz. Yapılan çalışmada performans değişkenleri olarak: hisse başına kar, vergi öncesi ve sonrasına dair özkaynak karlılığı, brüt ve faaliyet karlılıkları ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda yabancı sermayeli işletmelerin karlılık durumlarının, yerel işletmelere oranla daha az gerçekleştiği sonucuna varılmıştır. Çalışmanın bir diğer sonucu olarak yabancı sermayeli işletmelerin yerel işletmelere göre yüksek bir likiditeye ve yüksek bir borçlanma seviyesine sahip oldukları gözlemlenmiştir (Kim and Lyn, 1990). 1994 senesinde yapılan bir diğer çalışmada ise yine Birleşik Devletler ’de faaliyetlerini sürdüren işletmeler için yukarıdaki araştırmada gözlemlenen sonuçlara benzeyen neticeler tespit edilmiştir (Crain and Stitts, 1994). Buna benzer bir diğer sonuç ise İngiltere’de yapılan bir çalışmada elde edilmiştir. İlgili çalışmada işletmelerin yerel işletmelerin ortalama karlılık seviyesinin yabancı sermayeli işletmelerin kontrol ettiği işletmelere oranla daha yüksek olduğu tespit edilmiştir (Emmanuel and Oyeler, 2002). Hindistan’da faaliyet gösteren işletmelere dair yapılan bir analiz çalışmasında ise yabancı payı yüksek seviyede olan özel sektördeki işletmelerin piyasa değerlerinin daha yüksek seviyede gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Beş yıllık bir dönem için 367 işletmenin incelendiği bu çalışmada, uluslararası sermayenin işletmelerin performansına olumlu bir katkıda bulunduğu tespit edilmiştir (Dwivedi and Jain, 2005).

Türkiye’de kurulmuş uluslararası ortaklığa sahip işletmelerin performanslarının incelendiği çalışmada: işletmenin ortakları arasında eşit bir oranda pay dağılımının getirdiği avantaj ve dezavantajlar hakkında bilgi verilmiştir. Eşit pay dağılımının söz konusu olduğu durumlarda genel olarak karar verme sürecinin yavaşlamaya girdiği ve bu sürecin güçlüğe uğradığından bahsedilmiştir. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelere dair Türkiye örneği verilmiş ve bu yapıdaki ülkelerde işletme içerisinde son söz hakkının tek bir otorite ’de toplanmasının işletmelerin performansına olumlu yönde katkı yapabileceği sonucuna ulaşılmıştır (Tezölmez ve Gökşen, 2006). Çalışmadan elde edilen bulgular ise ortaklar arasında sahip oldukları hisse senetlerinin miktarına dair farklılıklar arttıkça işletmenin göstermiş olduğu finansal performansının ve belirlediği hedeflerinin gerçekleştirilmesine dair performanslarının iyileşme sürecine girdiği gözlemlenmiştir. Aydın ve arkadaşları tarafından gerçekleştirilen çalışmada ise işletmelerin sahiplik yapısında yabancı payı

ve buna bağlı olarak işletme performansı üzerinde durulmuştur. İlgili araştırmada 2003 ve 2004 senelerinde faaliyet göstermiş yerli yapıda ve yabancı yapıda olup İMKB’de kaydı olan 346 adet işletme gözlem olarak seçilmiştir. Çalışmada karlılık performansının belirleyicileri olarak varlıkların karlılığı, özkaynakların karlılığı ile faaliyet kâr marđı oranları kullanılmıştır. Çalışmanın metodu olarak seçilen t-testinin neticelerine göre yalnız varlıkların karlılığı istatistiksel açıdan anlamlılık göstermiştir. Diğer performans kriterlerinde ise anlamlılık tespit edilememiştir. Elde edilen neticelere göre yabancı yapıdaki işletmeler sahip oldukları varlıklardan daha fazla oranda getiri elde etmiş olup yabancı işletmelerin performans düzeylerinin yerel işletmelere oranla daha yüksek seviyelerde gerçekleştiği grlmüştur (Aydin, Sayim and Yalama, 2007). Erdoğan tarafından 2011 senesinde gerçekleştirilen bir diğer çalışmada ise 2002 ve 2007 yılları arasında faaliyet gösteren yerli ve yabancı sahiplik yapısına sahip olan işletmelerin göstermiş oldukları finansal performans incelenmiştir. Çalışmada, Türkiye’de faaliyet göstermekte olan yabancı sermayeli işletmeleri yerli işletmelerde ayıran finansal oranlar incelenmektedir. Yukarıda ifade edildiği üzere 2002 ve 2007 yılları arasında İMKB’de faaliyet gösteren 43 yabancı işletme ile 141 adet yerli işletmeye eşitlik testleri uygulanmıştır. Çalışmada yabancı işletmeler ile yerli işletmelerin kâr marđı, net kâr marđı ve aktif karlılığı gibi finansal performans kriterleri açısından farklılık göstermediği grlmüştur. Bu performans kriterlerine ek olarak yabancı ve yerli işletmelerin cari oran, net işletme sermayesi oranı ile likidite oranları açısından da farklılık göstermediği tespit edilmiştir. Buna ek olarak borç/zkaynak ve faiz ödeme gücü oranlarının da yabancı işletmeleri yerli işletmelerden ayırmamızda yardımcı olmadığını göstermektedir (Erdoğan, 2011).

3.4.3.1.4. Yönetici Sahipliği

Küçük ölçeğe sahip işletmelerde sahiplik ve yönetim fonksiyonları tek bir elde toplanmıştır. Bu durumun aksine büyük ölçekli işletmelerde, işlevsel yükümlülüklerin ve faaliyetler ile ilgili sorumlulukların fazlalaşması gibi nedenler yönetim faaliyetlerine dair yetkilerin profesyonel olarak üst düzey yöneticilere devredilmesini zorunlu kılmıştır. Bu yetkilerin üst düzey yöneticilere bırakılması ile birlikte işletmenin hissedarları ve üst düzey yöneticileri arasında görülen çıkar çatışmaları ortaya çıkmıştır. Yönetici sahipliği kavramı bu ortaya çıkan çıkar çatışmasını önlemek amacıyla işletme içerisindeki üst düzey yöneticilerin işletmenin hissedarı olarak yer almasına denir (Akin, 2004). Hâkim hissedarlığın yer aldığı ya

da almadığı bu yapılarda üst düzey yöneticiler hem işletme faaliyetlerinin kontrolüne dair söz sahibidir hem de işletmenin mevcut hisselerinin bir kısmını elinde bulundurmaktadır. İşletmedeki üst düzey yöneticilerin hisse sahibi kılınmasının temel nedeni yöneticilerin tamamıyla kendi çıkarları doğrultusunda çalışmasını önleyerek onları teşvik edecek bir mekanizma kurarak işletmenin menfaatleri doğrultusunda da çalışmalarını sağlamaktır. Ortaya çıkan bu teşvik mekanizması olası temsil sorunlarını da ortadan kaldırmaktadır (Himmelberg, Hubbard and Palia, 1999).

Dağınık sahiplik yapısı yani sahiplik ve kontrolün birbirlerinden ayrılmasını sağlayan ve işletmedeki hisselerin çok sayıda hissedar tarafından ellerinde tuttukları bir sahiplik yapıları yönetici sahipliğinin en çok görüldüğü sahiplik yapılarıdır. Bunun temel nedeni daha öncede belirtildiği üzere dağınık sahiplik yapıları içerisinde hâkim bir ortağın olmaması ve bununla birlikte çok az bir oranda dahi olsa yöneticilerin sahip oldukları hisseler ile işletmenin yönetim faaliyetleri ve kararlarına katılabilme imkânı bulabilmeleridir. Yönetici sahipliği, işletmenin üst düzey yöneticilerinden dolayı ortaya çıkması muhtemel temsil maliyetleri nedeniyle işletmeye hissedar olması şeklindedir. Yöneticilere verilecek hisse oranının tespiti önemli bir konudur (Bayrakdaroğlu, 2010). Hisse tespiti, üst düzey yöneticilerin kontrol edici bir hissedarlığa sahip olmaları durumunda bu durumun kendilerine sağladığı oy gücünü ve oy gücünden doğan faydaları işletme menfaatlerine kullanabilmesi gibi durumlarda önem arz etmektedir (Menteş, 2008). Temelde çıkar çatışmalarını ve bunları önlemeyi temel alan vekâlet teorisi, işletme bünyesine yeni bir ortak katılması durumunda yönetici sahipliği konumunda bulunan üst düzey yöneticilerin bu duruma karşı olan tutumlarının değiştiğini belirtmektedir. Bu tutum değişikliği, yeni bir ortak katılması durumunda, işletme içerisinde hissedar konumunda bulunan üst düzey yöneticilerin sahip oldukları hisse oranında olası bir azalma durumundan dolayı gerçekleşmektedir. Bu durum azalmanın doğal bir sonucu olarak işletme değerinde azalmaya yönelik olabilecek eylemleri de beraberinde getirebilmektedir. İşletmeye yeni bir ortak katılması katılan yeni ortak ile üst düzey yöneticiler arasında çıkar çatışmalarını da doğurmaktadır (Bulut, Çankaya ve Er, 2009).

Yönetici sahipliğinin yer aldığı işletmelerde işletmeyi ele geçirmeye yönelik olarak kaldıraçlı ele geçirme işlemi yapılabilmektedir. Kaldıraçlı ele geçirme işlemi: bir grup iş adamı veya piyasada işlem yapan bireyler halka açık konumda olup

hisseleri piyasa işlem gören bir işletmeyi ele geçirmek için karar vermektedirler. İşletmeyi ele geçirmek amacıyla işletme içerisinde birtakım üst düzey yöneticileri kendi işletmelerindeki ekibe transfer etmektedirler. Bu ele geçirme işlemi ilgili işlemi başlatan ekibin kontrol ettiği bir girişim sermayesi işletmesi tarafından yapılmaktadır. Bu işlem işletmenin içerisinde hali hazırda çalışmakta olan üst düzey yöneticiler tarafından yapılıyorsa management buy-out olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda yöneticiler sahip oldukları hisselerden elde ettikleri sermaye ve bankadan aldıkları krediler ile satın alma işlemini gerçekleştirip işletmenin kontrolünü ellerinde tutabilmektedirler. Bu durum ancak küçük ölçekli işletmeler için geçerli olabilmektedir. İşletme eğer büyük ölçekli bir yapıya sahip ise ve ele geçirme işleminin sağlanabilmesi amacıyla bankalardan yeteri miktarda kredi alınamaması durumunda diğer finansman sağlayıcı kurumlardan kaynak sağlama yoluna gidilmektedir. Finansman sağlayan kurumlar satın alma işlemi sırasında kredi sağlamanın yanı sıra işletmeye sermaye aktarımını tercih ederlerse koydukları sermaye oranı kadar yöneticilerin toplam sermaye miktarı içerisindeki oranları da azalacaktır. Yöneticilerin sermaye içerisindeki paylarının azalması satın alma işlemi sonrasında sahip oldukları kontrol sağlayacak oy haklarını da ellerinden alabilir (Yıldırım ve Gülcemal, 2010).

Yönetici sahipliği ile ilgili yapılan çalışmalara baktığımızda, işletme içerisinde yönetici sahipliği bulunan kurumların halka açıldıktan sonra mevcut piyasa değerlerinde düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Yaşanan bu düşüş ile birlikte bünyesinde yönetici sahipliğinin yer aldığı işletmelerin dağınık sahiplik yapısına sahip işletmelere oranla performans bakımından daha ileri olduğu gözlemlenmiştir (Bulut vd., 2009). 1994 senesinde Jain ve Kini tarafından Amerika'da yapılan bir çalışmada işletmelerin halka arz aşamasından sonra faaliyetlerine dair gösterdikleri performanstaki düşüşü tam olmamakla birlikte kısmen yönetici sahipliği konumunda bulunan yöneticilerin elde ettikleri teşvik miktarındaki azalmaya bağlı olduğu ortaya konmuştur. Bu azalmaya gerekçe olarak ise üst düzey yöneticilerin halka arz işlemi sonrasında sahip olacakları hisse payı oranının yöneticilerin işletmenin faaliyetlerine dair göstereceği performans miktarını etkileyeceği öne sürülebilir (Jain and Kini, 1994). Al-Gharaibeh ve arkadaşları tarafından Amman'da yapılan bir çalışmada yönetici sahipliği mevcudiyetinin olduğu işletmelerdeki temel amacın, işletmenin hisselerini ellerinde bulunduran hissedarlar ve üst düzey yöneticiler arasındaki kontrol maliyetlerini azaltmak olduğu ifade edilmiştir. Çalışmada Amman Borsasına

kayıtlı olup 2005 ve 2010 yılları arasında faaliyet gösteren ve temettü politikası uygulayan 35 işletme üzerinde sahiplik yapısı ve kar payı politikası arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Amman borsasındaki işletmelerin sahiplik yapısı incelendiğinde bu işletmelerin %5'nin yönetici sahipliğinde bulunduğu görülmüştür. Temeldeki amaç kontrol maliyetlerini azaltmak olsa da yönetici sahipliğinin tercih edilmesi işletmenin performansını artırarak işletme değerinde maksimum artış sağlamaktır (Al-Gharaibeh, Zurigat and Al-Harabsheh, 2013). Busija tarafından 2006 senesinde yapılan bir diğer çalışmada ise yönetici sahipliği ve kontrol maliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmada sahiplik yapıları içerisinde yönetici sahipliğinin oranına daha az yer veren işletmelerde temsil yani vekâlet maliyetlerinin artış gösterdiği bununda doğal bir sonucu olarak kontrol maliyetlerini artırdığı gözlemlenmiştir. Çalışmada global olarak faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapıları incelendiğinde yüksek bir oranda yönetici sahipliğine yer verdikleri bununda kontrol maliyetlerini azaltmak amacıyla gerçekleştirdikleri görülmüştür (Busija, 2006). Londra Borsasında yönetici sahipliği ve halka arz arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla yapılan bir çalışmada: işletme içerisinde yönetici sahipliği konumunda bulunan üst düzey yöneticilerin halka arz zamanlamasında dikkate aldıkları faktörler olarak piyasaların hareketli olduğu zamanlar ile işletmelerin faaliyetlerinde geçici süreli olarak başarılı oldukları periyotlar belirtilmiştir. Çalışmanın sonucunda işletmelerin halka arz işlemi gerçekleştirdikten sonraki faaliyetlerinde düşüşlerin yaşandığı görülmüştür (Coakley, Hadass and Wood, 2007). Han ve Suk 1998 senesinde yaptıkları çalışmada yönetici sahipliği ve işletmenin hisse senetlerinden elde edilen kazanç arasında olumlu bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmış fakat işletme içerisindeki aşırı sahiplik seviyesinin hisse senetlerinden elde edilmesi muhtemel getiriler üzerinde olumsuz bir etki yaratabileceğini söylemiştir (Han and Suk, 1998). Tokyo Borsasında yapılan bir çalışmada, 1971 ve 1992 yılları arasında halka ilk kez arz edilen 180 adet işletmenin uzun dönemde elde ettiği getirileri incelenmiştir. Halka arz sonrası işletmenin faaliyetlerinde meydana gelmesi muhtemel bir düşüşün işletme içerisindeki yönetici sahipliği ile ilişkilendirilemeyeceği üzerinde durulmuştur. Araştırmada, işletmelerin halka açılmadan önce kapalı bir yapıya sahip oldukları bununla birlikte halka açıldıktan sonra faaliyetlerinde meydana gelen herhangi bir düşüş ile yönetici sahipliği arasında ilişki kurulamayacağı belirtilmiştir (Cai and Wei, 1997). Konuyla ilgili olarak Türkiye'de yapılan çalışmalara baktığımızda Türkiye'deki işletmelerde

sahiplik yapısının oldukça yoğun olduğu ve işletmelerin büyük çoğunluğunun aile işletmelerinden oluşması nedeniyle otoritenin yani kontrolün tek bir elde toplandığı ve ailenin hâkim hissedar olmasının işletmenin faaliyetlerine dair gösterdiği performansa olumsuz olarak yansıdığı görülmektedir. Yoğun sahiplik yapısı ve piramidal yapı, işletmelerin varlıklarından elde ettikleri getiriler ile piyasa değeri/defter değeri oranlarının düşmesine ve temettü ödemelerine olumsuz olarak yansımaktadır (Web 25, 2000). Çitak tarafından 2007 senesinde yapılan bir çalışmada, mülkiyet yani sahiplik yapısının işletmenin muhasebe ve piyasa temelli performansını etkileyen en önemli faktörlerden biri olduğu savunulmuştur. Çalışma, panel veri analizi çerçevesinde sahiplik yapısı (Sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği) ile işletme performansını işletmenin özkaynaklarından elde ettiği getiri (ROE) ve hisse senetlerinin özkaynak/defter değeri oranları ile ölçülmesini araştırmaktadır. Çalışmada kullanılan veriler, 2000 ve 2004 yılları arasında İMKB-100 endeksinde faaliyet gösteren işletmelerden elde edilmiştir. Çalışmanın sonucunda sahiplik yoğunlaşması ile piyasa temelli performans ölçütlerinden özkaynak/defter değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu bulgudan elde edilebilecek önemli bir çıkarım ise yatırımcıların yoğunlaşmış mülkiyet üzerine değer katması olarak görülebilir (Çitak, 2007). Konuyla ilgili olarak Türkiye’de gerçekleştirilen bir başka çalışmada Gürsoy ve Aydoğan tarafından 2002 senesinde gerçekleştirilmiştir. İlgili çalışmada: İMKB’de yer alan finansal olmayan işletmelerin sahiplik yapılarının ana özellikleri ile sahiplik yapısının performans ve risk alma davranışı üzerindeki etkisini tanımlamaktadır. Türk işletmelerinin yüksek derecede yoğunlaşmış ve genellikle aynı aileye ait ya da bir grup aileye ait işletme gruplarından oluştuğu gözlemlenmiştir. Mülkiyet yapısının iki özellik bağlamında tanımlandığı, bu tanımlarında sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğinden oluştuğu belirtilmektedir. Sahiplik yapısının hem mülkiyet yoğunlaşmasında hem de Türk işletmelerinin performans ve risk alma davranışları üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Yüksek yoğunluğun işletmelerin pazarda daha iyi bir performans sergilemesine olanak sağladığı bununla birlikte aile işletmelerinin daha düşük bir risk ile daha düşük bir performans gösterdikleri görülmüştür. Yine aynı çalışmada yabancı mülkiyete sahip işletmelerin daha iyi performans sergilerken kamuya ait işletmelerin ise daha düşük muhasebesel performans gösterdikleri ama yüksek risk alma sonucunda daha yüksek bir piyasa performansı gerçekleştirdiği görülmektedir (Gürsoy and Aydoğan, 2002).

3.4.3.1.5. Devlet Sahipliği

Devlet sahipliği, işletmelerin sahip oldukları sermayelerinin bütününe ya da çok büyük bir yüzdesinin kamu tüzel kişiliğine ait olduğu işletmelere denmektedir (Doğan, 2010). Devletin işletmenin kontrolünde ya da işletmeye ait varlıklar üzerindeki söz hakkı işletmeye koyduğu yani sahip olduğu sermaye oranı kadardır. Kamu işletmelerinin etkinliği, sermaye piyasalarında işlem gerçekleştiren yatırımcılar tarafından risk olasılığının olduğu ve gerçekleştirilmesinden kaçınıldığı projelerin hayata geçirilmesinde görülmektedir. Devletin buradaki etkinliğinin görülmesindeki başlıca sebep kamu işletmelerinde karın maksimize edilmesinden çok sosyal sorumluluğun yerine getirilmek istenmesidir (Mirze, 2009).

Sahiplik yapıları içerisinde kamu sahipliğinin görüldüğü işletmelerde sahiplik yapısı ve kontrol unsurlarına dair ayrımlar belirgin bir şekildedir. Sahiplik yapısı ve kontrol unsurlarının farklı kişiler tarafından üstlenilmesi işletme içerisindeki temsil sorununu ortaya çıkararak doğal olarak vekâlet maliyetlerinin de yüksek olmasına sebep olmaktadır. Sermayenin kolay bir şekilde tedarik edilmesi bu yapıdaki işletmelerin kendilerini kamu güvencesi altında görmelerinden kaynaklanmaktadır. Sermaye girişinin kamu sahipliğinde olan işletmelerde diğer işletmelere nazaran daha kolay bir şekilde sağlanması ve böylelikle yeterli miktarda sermayeye sahip olmaları, işletmenin sahip olduğu maddi duran varlıklara daha kolay bir şekilde yatırım yapmasına olanak sağlamaktadır. Sahiplik yapıları içerisinde kamu sahipliğinin büyük bir oranda yer aldığı işletmeler içerisindeki buldukları çağın ve koşulların getirdiği zorunluluklardan dolayı araştırma ve geliştirme çalışmalarına dair yüksek miktarda harcama yapmaktadırlar. İşletme bünyesinde görülen yüksek seviyede uzmanlaşmadan dolayı sahip olunan varlıkların çeşitliliği de yüksektir (Karabıyık, 2011).

Dünya genelinde kamu sahipliğinin yüksek oranda yer aldığı işletmelerin bulunduğu ülkelere baktığımızda ilk sıralarda yer alan ülkelere biri Norveç'tir. Kamu sahipliğinin yüksek oranda görüldüğü işletmeler genellikle sanayi sektörü ve ticari alanda faaliyet gösteren işletmelerden oluşmaktadır. Hisse senetleri Norveç Borsasında işlem gören işletmelerin geneline bakıldığında kamu sahipliği bulunan işletmelerin %20'lik bir oranda seyrettiği görülmektedir. Bu %20'lik oran içerisinde yer alan işletmelerin birçoğunda devlet hâkim ortak konumundadır. İstihdam edilen personele genel olarak bakıldığında ise kamu işletmelerinde çalışanların oranı genel

içerisinde %82'e yakın seyretmektedir (Web 20, 1998). Çin hükümeti ilk olarak 1984 senesinde sahiplik yapısı devlet hâkimiyetinde olan bir işletmenin hisse senetlerini halka arz etmiştir. Halka arz işlemine olan talep sadece işletmenin çalışanlarından geldiği için işletme dışından kimse halka arz edilen hisse senetlerine sahip olamamıştır. İşletme içerisinde yer alan çalışanlar dışında başka hiç kimsenin hisse senetlerine sahip olamamasından sonra işletmelerin sahiplik yapısı içerisinde devletin payında önemli oranda azalmalar meydana gelmiştir. Bu durum kamunun payının bulunduğu birçok işletmenin başka kurum ve kişilere satışına yol açmış ve dolayısıyla el değiştirmesine sebep olmuştur. Bu durumdan sonra Çin hükümeti oluşan baskılardan dolayı menkul kıymet borsalarını kurmuştur. İşletmelerin halka arz edilmesi giderek artmış göstermiştir. Yapılan araştırmada 1995 yılı sonuçlarına göre, sahiplik yapısında devletin olduğu işletmelerin genel içerisindeki oranı %30,9 olarak gerçekleşmiştir (Web 24, 1997). Kamunun işletmelerin sahiplik yapısı içerisinde baskın olarak görüldüğü ülkelerden biri de Rusya'dır. Bu durum özellikle piyasa ekonomisine geçilmeden önceki dönemde daha yoğun olarak gözükmekteydi. İktisadi Kalkınma ve İş birliği Örgütü tarafından 2006 senesinde yapılan bir araştırmada, devletin hisse senetlerinin tamamına sahip olduğu işletmelerin oranı %11'dir. Sahiplik durumunun %50'den yukarı olduğu işletmelerin oranı %12 ve sahiplik durumunun %26 ile %50 arasında gerçekleştiği işletmelerin oranı ise %25'tir. Sahiplik oranının %25'in altında gerçekleştiği işletmelerin oranı ise %42'dir (Web 16, 2006).

Devlet işletmelerinin faydalı olduğu kadar zararlarının da olduğunu ortaya koyan görüşler bulunmaktadır. 2004 yılında yapılan bir araştırma, kamu işletmelerinin giderek zarar etmesi ve politik unsurlar tarafından bu işletmelerin çıkar amaçlı olarak kullanılmasının ülke içerisindeki halk tarafından sorgulandığını ve bu durum sonucunda da kamu işletmelerinin özelleştirildiğini ortaya koymuştur (Web 30, 2004). Pesqueux, Yamak ve Süer tarafından gerçekleştirilen çalışmada, kamu sahipliğinin yer aldığı işletmelerde çalışan ve işletmenin faaliyetlerinden sorumlu olan yöneticilerin kurumun ekonomik menfaatlerinden daha çok kendi politik çıkarlarını düşündükleri görülmüştür. İlgili çalışmada, politik yöneticiler ile kamu işletmelerindeki yöneticiler arasında kapalı bağlantıların oluşabileceği tespit edilmiş, bu ilişki durumunun işletmeler için riskli durumlara yol açabileceği belirtilmiştir (Web 29, 2004). Mısır'da yeni özelleştirilen devlet kuruluşlarının finansal ve işletme performanslarının değerlendirildiği bir çalışmada, özelleştirme sonrası yeni sahiplik

yapısına göre işletmelerin performansının farklılık gösterdiği görülmüştür. Mısır'daki özelleştirme programı, özelleştirme sonrası farklı mülkiyet yapıları üzerine benzersiz veriler sağlamaktadır. Çoğu araştırma mülkiyet türleri arasında ayırım yapmadığından dolayı, bu rapor özelleştirme sonrası sahiplik yapısının işletme performansı üzerindeki etkisine yeni bir bakış açısı getirmektedir. Çalışmada 1994 ve 1998 yılları arasında özelleştirilen 69 adet işletme incelenmektedir. Çalışmada özelleştirilen bu işletmelerde karlılık, işletme verimliliği, sermaye harcamaları ve temettü gibi alanlarda belirgin artışlar görülmüştür. Bu artışların tersine istihdam, kaldıraç ve risk gibi faktörlerde önemli oranda düşüşler görülmüştür. Bu düşüşlerin yanı sıra özelleştirme sonrası çıktılarda da az bir miktarda düşüş yaşanmıştır. Çalışmadan elde edilen ampirik sonuçlar ayrıca, çapa yatırımcılarına ve çalışan hissedar birliklerine satılan Mısır devlet kuruluşlarının olduğunu da ortaya koymaktadır. Yapılan bu çalışmadan elde edilen sonucu kısaca özetlemek gerekirse, kamu işletmelerinin özelleştirildikten sonra faaliyetlerinde daha etkin oldukları ve karlılıklarında artışların yaşandığı gözlemlenmiştir. (Omran, 2004).

3.4.3.1.6. Aile Sahipliği

İşletmelerin sahiplik yapıları içerisinde aile üyelerinin kontrolünün ve sahipliğinin yoğun olarak olarak görüldüğü işletmeler, öteki sermaye sahipliği yapılarına oranla büyük bir paya sahiptirler. Bu işletmeler, sermayenin aile içerisinde kalması ve belirli bir ailenin varlığını devam ettirebilmesi amacıyla kurulmuş işletmeler olarak tanımlanmaktadır. Bu yapıya sahip olan işletmelerin sayısı oldukça fazladır. Aile işletmelerinin kuruluş aşamasında, kurucu olan aile büyüğünün çevresindeki diğer aile üyeleri bir araya gelerek ortaklık kurmaktadır. İşletmenin faaliyetlerine dair kararlar kurucu olan aile büyüğü yani lider konumda olan üye tarafından verilmektedir. İşletmenin yönetim fonksiyonları aileye mensup bireyler tarafından paylaşılmakta, işletmenin şu anki ve geleceğine dair kararlardaki söz sahipliği aile mensuplarına ait olmaktadır. Kurulan bir işletmenin aile işletmesi olarak tanımlanabilmesi için, işletme faaliyetlerinin ve yönetime dair kontrolün kurucu aileye ait mensupların tekelinde olması, kararlardaki söz hakkının bu kurucu aile mensuplarında olması ve güçlü akrabalık bağlarının mevcut olması gerekmektedir (Mustakallio, 2002).

İşletmelerde aile sahipliği olarak tanımlanan aile işletmesi kavramı, ilgili işletmenin sahip olduğu hisse senetlerinin büyük bir bölümünün veya hepsinin bir

aileye ya da bir ailedeki bireye ait olduğu işletmeler olarak adlandırılabilir. Bu işletmeler, yönetiminin ya da sahipliğinin tek bir aileye ait olduğu işletmelerdir. Sahiplik yapısı bu şekilde olan işletmelerde tek bir birey ya da bireyler üzerinde yönetici, girişimci ve işletme sahipliği kavramları yer bulmaktadır. Tagiuri ve Davis'in 1992 senesinde yaptığı araştırmada, aileye ait ve aile tarafından yönetilen işletmelerin amaç ya da hedeflerinin çeşitliliği üzerinde durulmuştur. Yazarlara göre aile üyeleri, kurulmuş olan işletmenin bütün faaliyetlerinde bir araya geldiği takdirde işletme aile işletmesi olarak tanımlanabilir (Tagiuri and Davis, 1992). Aile mensuplarının işletmenin kurulmasında ve devamlılığının sağlanmasında önemli rolleri bulunmaktadır. Aileye üye olan bireylerin sahip olduğu imkân ve ilişkiler işletmenin sıkıntılı dönemlerde faaliyetlerini devam ettirmesinde ve varlığını sürdürmesinde önemli bir faktördür (Karabulut, 2008). İşletmenin sahipliğinin ve yöneticilerinin aynı aile bireylerinden oluşması çıkar çatışmaları ile fikri ayrılıkların çok sık gerçekleşmesini engellemektedir. Bu durum doğal olarak temsil maliyetlerinin de düşük olmasına sebep olmaktadır (Web 47, 2000). Aile işletmelerinde görevli yöneticilerin nihai amacı hisse sahipleri olmalarından dolayı birliktelik sağlayarak işletmenin faaliyetlerine yönelik başarı sağlamak ve faaliyetlerin devamlılığına katkıda bulunmaktır. İşletme içerisindeki aile üyelerinin ortak menfaatleri için harcadıkları süre arttıkça bu süreye bağlı olarak da risk olasılığı ve yapılan yatırımlara dair beklenen geri dönüşlerde artmaktadır. Kurulan bir aile işletmesi başarıyı yakalamak ve sürdürmek istiyorsa planlarını uzun dönemli olarak belirlemeli ve kararlarının vadesini de yine uzun dönemli olarak vermelidir (Anderson and Reeb, 2003). Aile işletmelerinde çekirdek aileye mensup bireylerin işletme içerisinde istihdam edilmesi aile ilişkilerinin bozulmasını önlemek amacıyla yapılan bir eylemdir. Aile içerisindeki ilişkilerin devamlılığının sağlanması amacıyla yapılan bu eylem liyakate dayalı bir görevlendirme olmadığından diğer bir ifade ile mesleki özellikleri bakımından ilgili pozisyonlara uygun olmayan aile mensuplarının yerleştirilmesi aile işletmelerinin temel sorunu olarak görülmektedir. Aile mensuplarının yetkinliklerini karşılamayan pozisyonlara getirilmesi daha çok ölçek bakımından küçük yapıdaki işletmelerde görülmekte olup aile ilişkilerinin bozulmasını önlemek amaçlıdır (De Kok, Uhlaner and Thurik, 2006).

Bir aile işletmesinde kurulan işletmeye dair var olan hisse senetlerinin tamamına dair aitliğin kurucu aileye ait olması bir zorunluluk değildir. Diğer bir ifadeyle, aile işletmesinin halka arzı gerçekleştirilmiş ve bununla birlikte hâkim

ortaklık konumunda aile üyelerinin yer alıyor olması ve sermayenin de geniş bir tabana yayılmasına rağmen sermaye yoğunluğu yüksek olarak görülebilmektedir. Bu durum ise aileye mensup olup hâkim ortaklığa sahip olan hissedarların kurucu ailenin menfaatlerini gözetmelerinden dolayı işletme içerisindeki azınlık hissedarlarının çıkarlarının negatif olarak etkilenmesi olarak yansımaktadır (Sayman, 2012). Aile işletmesindeki yönetim yapısının diğer halka açık işletmelerden farklı olmasının temel sebebi mevcut sahiplik yapısından kaynaklanmaktadır. Aile işletmesindeki sahiplik yapısı temel olarak kontrol odaklıdır. Sahiplik yapısının temel fonksiyonu ise yönetsel faaliyetlerde karar vericiler arasındaki etkileşime aracılık etmektir. Etkileşime aracılık edilmesi ile denilmek istenen, işletme içerisindeki karar verici konumdaki bireylerin alacakları kararlara dair kolaylık sağlamaktır. Bu durum yönetsel maliyetlerin düşürülmesine yol açarak stratejik yönden diğer işletmelere göre daha avantajlı kararların alınmasına sebep olmaktadır (Lorange, Neubauer, Ward and George, 2004).

Westhead, Howorth ve Cowling tarafından 2002 senesinde İngiltere’de gerçekleştirilen bir çalışmada, iki farklı aile işletmesinin yönetsel faaliyetlerine dair yargıları ve davranışları incelenmiştir. Çalışmada kurucu neslin çalıştığı ve kurucu nesil ile birlikte diğer kuşaklarında beraber çalıştığı iki farklı türde işletme incelenmiştir. Yapılan araştırmada, vekâlet ve yönetim teorilerinin işletmelerin sahiplik ve yönetim profilleri ile aile işletmelerinin performansları ve hedefleri arasındaki ilişkileri keşfetmek için kullanıldığı belirtilmiştir. Araştırmada kullanılan veriler Birleşik Krallıkta özel aile işletmelerinin verileri olup bu veriler aracılığı ile yapılan çalışmada bir dizi performans ölçümü ve hedefleri incelenmiştir. Çok değişkenli regresyon analizi ile yapılan ölçümlerde yakından takip edilen aile işletmelerinin üstün bir işletme performansı göstermediği saptanmıştır. Farklı her iki işletmede de icra faaliyetlerinin yürütülmesinden sorumlu olan kişi aile mensubudur ve yönetimden sorumlu kişi sayısı azdır. Farklı yapıdaki bu iki işletme için yapılan araştırmada önemli birtakım farklılıklar bulunmuştur. Birden çok kuşağın bir arada çalıştığı işletmelerde icradan sorumlu olan yöneticinin, işletmenin faaliyetlerinden tam anlamıyla sorumlu ve tecrübeli olması için geçirmesi gereken sürenin birinci kuşağın çalıştığı işletmelere oranla daha uzun olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir. Birden çok kuşağın birlikte çalıştığı işletmelerdeki yöneticilerin istihdam edilmesinde aile mensuplarının daha çok tercih edilmesiyle birlikte bu yapıdaki işletmelerdeki yönetim kurulu üyelerinin çoğu da aileye ait olan bireylerden

oluşmaktadır. Sonuç olarak birden çok kuşağın bir arada çalıştığı aile işletmelerinin diğer işletme türlerine kıyasla yönetim bakımından daha etkin olduğu savunulmuştur (Westhead et al., 2002).

Konuyla ilgili bir diğer çalışma ise McConaughy ve arkadaşları tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kurucu aile kontrolündeki işletmelerde kurucu ailenin değeri ve etkinliği incelenmiştir. Buna ek olarak aile işletmesini kuran kurucunun işletmenin gösterdiği performans üzerindeki etkileri araştırılmıştır. McConaughy, Walker, Henderson ve Mishra arkadaşları, kurucu aile kontrolündeki işletmelerin endüstriyel büyüklük ve yönetsel sahiplik gibi konularda kendilerine benzer olan aile kontrolünde olmayan işletmelere göre daha etkin ve değerli olduklarını belirtmişlerdir. Ayrıca kurucu nesilden sonra gelen diğer kuşakların kontrol ettiği işletmelerin, kurucu aile tarafından kontrol edilen işletmelerden daha etkin olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, genç kuşak tarafından kontrol edilen işletmelerin yaşlı olanlara nazaran daha etkin olduklarını göstermiştir. Kurucu aile üyesi, kurucu üyenin yaşı, işletme yönetiminde halen aktif olup olmadığı ve kurucu aile üyesi ile birlikte aynı aileden bir üyenin işletmenin yönetiminde olduğu ve olmadığı zamanlarda söz konusu aile mensubunun performansı incelenmeye çalışılmıştır. Araştırma sonucunda kurucu aile üyesinin yaşı ilerledikçe işletme karakterinin ve işletmenin amaçlarının farklılaştığını bu durumda işletmenin göstermiş olduğu performansı azalttığı tespit edilmiştir (McConaughy et al., 1998).

Mishra, Randøy ve Jenssen tarafından yapılan bir diğer çalışmada Norveç'te yerleşik olan, kurucu aile tarafından kontrol edilen ve kurucu aile tarafından kontrol edilmeyen iki farklı yapıdaki 120 adet finansal olmayan işletme iki önemli araştırma sorusuna bağlı olarak incelenmiştir. Bu 120 adet işletmenin 53 tanesi kurucu aile kontrolünde olup geriye kalan 67 işletme ise kurucu aile kontrolünde değildir. Araştırma sorularından birincisinde kurucu aile kontrolü ile yüksek işletme değeri arasında bir ilişki kurulurken diğer araştırma sorusunda ise kurucu aile kontrolündeki bir işletmenin daha değerli olabileceği eşsiz kurumsal yönetim koşullarının varlığı ele alınmıştır. Çalışmada kurucu aile tanımının dört farklı alternatif tanımı için kurucu aile kontrolü ve işletme değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Buna ek olarak kurucu aile CEO'ları ile işletme değeri arasında genç işletmelere kıyasla daha güçlü bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte kurucu ailedeki yöneticilerinin işletmenin değeri üzerindeki etkisinin işletme yaşı, yönetim kurulu bağımsızlığı ve hisse sınıfı sayısı gibi kurumsal yönetim koşullarından

etkilenmediği bulunmuştur. Ayrıca kurucu aile sahipliği ve işletme değeri arasındaki ilişkinin, yaşlı işletmeler, yönetim kurulları daha geniş olan işletmeler ve özellikle çoklu hisselerle sahip olan işletmeler arasında daha güçlü olduğunu bulunmuştur. Çalışmadan elde edilen sonuçlara baktığımızda kurucu aile kontrolündeki işletmelerin daha değerli olduğunu ve böyle bir etkiye sahip olmayan işletmelere göre farklı bir biçimde yönetildiğini göstermektedir. Dahası yapılan bu araştırma, aile etkisinin pay sahipliğini sağlamlaştırması ya da işletmenin nakit akış haklarının kontrol haklarına daha uyumlu olması durumunda, kurucu aile CEO'larının işletme performansını artırabileceğini de önermektedir. Söz konusu bu çalışmanın sonuçlarına ek olarak, aile işletmelerinin sermaye yapılarını inşa ederken özkaynak yoluyla finansman sağlamayı tercih ettiklerini ve aile sahipliğinin bulunduğu işletmelerin diğer sermaye sahipliği türlerine sahip işletmelere nazaran risk unsurundan daha çok çekindiklerini bulunmuştur (Mishra et al., 2001).

Faccio ve Lang'ın 2002 senesinde 13 Batı Avrupa ülkesinde 5.232 işletme üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada işletmelerin nihai sahiplik yapıları ve kontrolleri analiz edilmiştir. İşletmelerin genelde %36,93'lük bir kısmı geniş tabanlı sermaye sahipliğine sahip işletme iken %44,49'lük kısmı ise aile tarafından kontrol edilen işletmeleri kapsamaktadır. Yapılan çalışmada İngiltere ve İrlanda'da geniş tabanlı sermaye sahipliğine sahip işletmeler daha önemli iken Kıta Avrupa'sında ise aile kontrolünde yani aile sahipliğinde olan işletmelerin hâkim olduğu tespit edilmiştir. Finansal olmayan ve küçük ölçekli işletmelerin aile sahipliğinde olması ve kontrol edilme olasılığı yüksek iken finansal ve büyük ölçekli işletmelerin geniş tabanlı sermaye sahipliğinde oldukları gözlemlenmiştir. Araştırmaya konu olan bazı ülkelerde devlet kontrolünün büyük ölçekli işletmeler için önemli olduğu görülmüştür. En büyük hissedarın kontrolünü artırmak amacıyla A sınıfı ve B sınıfı olarak nitelendirilen hisse senedi sınıfları ile piramit yapılar kullanılmaktadır. Genel olarak bakıldığında sadece birkaç ülkede kontrol ve sahiplik arasında önemli tutarsızlıklar görülmüştür. Yukarıda belirtilen sonuçlara ek olarak işletmenin sahip olduğu varlıkların küçüklüğü ile aile sahipliğinde bulunma durumlarına bakılarak bu iki unsur arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Çalışmada ele alınan 5232 işletme içerisinde yer alan finansal kurumların geniş tabanlı sermaye sahipliğinde oldukları yani aile sahipliği dışındaki sermaye sahipliği çeşitlerinden birisine sahip oldukları, aile sahipliğinde bulunan işletmelerin ise finansal olmayan yani üretim sektöründe yer alan işletmelerden oluştuğu tespit edilmiştir (Faccio ve Lang, 2002).

Filatotchev, Lien ve Piesse (2005) tarafından birden çok sektörde faaliyet gösterip Tayvan Menkul Değerler Borsasına kayıtlı 228 adet işletmeden elde edilen veriler doğrultusunda yapılan çalışmada, kurucu aileler tarafından kontrol edilen halka açık ve büyük ölçekli işletmelerdeki sahiplik yapısı ve yönetim kurulu karakteristiklerinin işletmenin performansı üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Olası endojenite (İçsellik) problemleri hesaba katıldıktan sonra aile kontrolü ile performansın ölçülmesinde kullanılan muhasebe oranları, her bir ödenmiş sermaye için satış rakamları, hisse başına kazanç ve piyasa değeri/defter değeri arasında bir ilişki bulunmamıştır. Bununla birlikte özellikle kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kuruluşların hisse sahipliğinin daha iyi bir performans ile ilişkili olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına ek olarak, yönetim kurulu bağımsızlığının kurucu aileden ve yönetim kurulu üyelerinin finansal çıkarlarından bağımsız olmasının işletmenin performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu belirtilmektedir. Filatotchev ve arkadaşlarının gerçekleştirdikleri bu çalışma ayrıca son dönemde farklı türlerdeki kurumsal hissedarlar ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiye ait farklılıklara dair gerçekleştirilen çalışmaları da desteklemektedir. Önceki araştırmalar farklı yönetim etkilerinin çeşitli kurumsal yatırımcı türlerine dair olan etkilerini de kabul etmektedir (Hoskisson, Hitt, Johnson and Grossman, 2002; Tihanyi, Johnson, Hoskisson and Hitt, 2003). Özellikle bu çalışmadan elde edilen bulgular, performans çıktıları bakımından yabancı kurumsal yatırımcıların önemini vurgulamaktadır. Tayvan sermaye piyasasının globalleşme süreci, yurt içerisinde faaliyet gösteren işletmeler tarafından iyi yönetim uygulamalarının alınmasına neden olabilecektir. Gelecekte bu konuya dair yapılacak olan çalışmalar, yabancı yatırımcıları etkilemek isteyen yükselmekte olan diğer ekonomiler için çok önemli çıkarımlara sahip olabilecektir. Bununla birlikte yabancı bankaların elinde bulundurdukları hisselerin üzerinde sürekli olarak dikkate değer pozitif bir etki görülmemiştir. Çalışmada veri sınırlılığından dolayı yabancı bankaların kendi yatırım hesapları için hisse sahibi olup olmadıkları ile diğer kurumsal yatırımcılar adına saklama bankası olarak hisse tutup tutmadıklarına dair sorulara cevap verilememiştir. Eğer diğer kurumsal yatırımcılar adına bir saklama bankası olarak işlev görüyorlarsa yabancı bankaların yönetsel rolleri sınırlandırılabilir ve bu konuya dair yapılacak olan çalışmalar önem teşkil edecektir. Gerçekleştirilen bu çalışmadan elde edilen bulgular çeşitli yönetim kurulu karakteristiklerinin işletme performansı üzerindeki etkileriyle ilgili olarak kanıtlar sunmaktadır. Brickley, Coles ve Terry (1994) ve Xie,

Davidson ve Dadalt (2003) tarafından yapılan çalışmalar, yönetim kurulunun bağımsızlığının pozitif sonuçlarını kesin olarak ortaya koymadığı halde gerçekleştirilen bu çalışma yönetim kurulu üzerindeki aile kontrolünün işletmenin göstereceği performans için hasar verici bir etkiye sahip olabileceğini sunmaktadır. Bu bulgular, aile sahipliğinin performans üzerine etkisini gösteren kanıtların eksikliği ile birleştirildiğinde, mevcut yönetim kurulunun baskınlığı kontrolden özel çıkar sağlamaya çalışan aile işletmelerinde başka bir yol olabilmektedir. Bu bakış açısı, oy verme hakkı ile ilgili özel yararlılara odaklanan hukuk ve ekonomi araştırmalarını da geliştirebilir (La Porta et al., 2000; La Porta et al., 1999). Bu çalışma bizlere bağımsız yönetim kurulu başkanının varlığı gibi önemli bir yönetim kurulu karakteristiğinin işletmenin performansını etkilemediğini göstermektedir (Filatotchev et al., 2005).

King ve Santor, 1998 ve 2005 yılları arasında faaliyet gösteren 613 adet Kanadalı işletmeyi panel veri seti kullanarak, bu işletmelerdeki aile sahipliğinin işletmenin performans ve sermaye yapısını nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Çalışmada özellikle aile sahipliğinin performans ve sermaye yapısına dair olan etkileri, kontrol artırıcı mekanizmaların kullanımından ayrı tutularak incelenmiştir. Aile sahipliği bulunan işletmelerin bilançolarındaki yabancı kaynak miktarının, geniş tabanlı sermaye sahipliği bulunan işletmelerin bilançolarındaki yabancı kaynak miktarından daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular, bir işletmenin ya da mali bir kuruluşun sahiplik yapısındaki yoğunlaşmasının işletmenin performansını önemli ölçüde etkilemediği ile geniş tabanlı sermaye sahipliği bulunan işletmelerin piyasa değeri/defter değeri oranlarının aile sahipliğindeki işletmelerde daha yüksek olduğu şeklindedir (King and Santor, 2008).

3.4.4. Sahiplik Yapısını Açıklayan Değişkenler

3.4.4.1. Birinci En Büyük Ortak (En Büyük Ortağın Hisse Oranı)

Bu değişken, işletmenin ana hissedarı konumunda bulunan kişinin işletme bünyesindeki toplam hisse senetlerinin yüzde kaçlık kısmına sahip olduğunun tespitinde kullanılan orandır. İşletme içerisindeki en büyük hissedarın sahip olduğu hisse yüzdesi arttıkça işletmenin karlılığını ölçmekte kullanılan değişkenlerin sayısında da azalmanın meydana gelmesi bir diğer ifadeyle işletmenin karlılığında düşüş yaşanması olasıdır. Buna sebep olan temel etken ise hisse payı yüksek olan hissedarın işletmenin faaliyetlerine dair kararlardaki baskınlığının artması sonucunda

işletmenin menfaatine yönelik kararlar yerine bireysel çıkarlarını göz önünde tutmaya başlamasıdır (Kakilli-Acaravcı, Kandır ve Zelka, 2015). Bir işletmedeki hisse senetlerinin çoğunluğuna ne kadar az sayıda kişi sahip olursa işletmenin sahiplik yapısının da ters orantılı olarak yoğunlaştığı söylenmektedir. İşletmedeki az sayıda hissedarın ya da tek bir hissedarın sahip olduğu hisse senetlerinin yüzdesi ne kadar yüksek ise işletmeninde aynı oranda yoğun bir sahiplik yapısına sahip olduğu ifade edilir (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). En büyük hissedarın pay oranı, En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı/Toplam Özkaynaklar şeklinde hesaplanmaktadır (Bayrakdaroğlu, 2010). La Porta ve arkadaşlarının 1999 senesinde yaptıkları çalışmada, işletmedeki mevcut hisse senetlerinin büyük bir yüzdesine yani çoğunluğuna sahip olan hissedarlar, çoğunluğu ellerinde bulundurmalarından dolayı sahip oldukları kontrol gücünü oy kullanmakta imtiyaz sağlayan hisse senetleri ve holdingleşme aracılığı ile artırmaktadır (La Porta et al., 1999). İşletmedeki bir hissedarın toplam hisse senetleri içerisindeki pay yüzdesi %20 ile %50 arasında ise bu hissedar elinde bulundurduğu hisse senetlerinden dolayı büyük hissedar olarak adlandırılmaktadır. Bir hissedarın işletmede hâkim ortak olarak tanımlanabilmesi için elinde bulundurduğu hisse yüzdesinin yukarıda belirtilen aralıkta olması gerekmektedir (Pedersen and Thomsen, 1997).

Bir hissedarın elinde bulundurduğu hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içerisindeki payının yüksek olmasından dolayı hâkim ortak olarak adlandırılması, ilgili hissedarı diğer hissedarlara oranla işletmenin yönetiminde ve alınacak kararlarda daha avantajlı kılmaktadır. En büyük hissedar konumunda bulunan hâkim ortak bir işletmeye sadece yatırım amaçlı olarak ortak olmayabilir. Sahip olduğu yüksek hisse oranı sebebiyle işletmeye yönetim faaliyetlerine katılmak amacıyla da ortak olarak katılabilmektedir. İşletmeye ortak olarak katılmak, ortak olunacak işletmenin idaresine egemen olacak bir şekilde ya da dâhil olunacak işletmenin yönetim kurulunda kendisini temsil edecek bir temsilci bulundurmak şeklinde gerçekleşebilmektedir. Bu şekilde katılmak en yalın ifadeyle bir holding ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Bir işletmenin en büyük hissedarı diğer bir ifade ile en büyük ortağı bir aile işletmesi olabileceği gibi yabancı orjinli kurumsal yatırımcıları da içerebilmektedir (Sayman, 2012). En büyük hissedarın yer aldığı işletmelerde yukarıda da ifade edildiği üzere sahiplik ve kontrol unsurları tek bir elde toplanmaktadır. Bu tür işletmeler bu özelliklerinden dolayı yoğunlaşmış sahiplik yapısının mevcut olduğu işletmeler olarak da adlandırılmaktadır (Kıyılar ve Belen,

2005). Bu tür işletmelere örnek olarak aile işletmelerini, halka arzı yapılmamış işletmeler ile şahıs işletmelerini gösterebiliriz (Gençtürk, 2003). En büyük hissedarın olduğu işletmelerde, hâkim ortak konumunda bulunan hissedarın yönetimin aldığı kararları ve işletmenin faaliyetlerini izlemeye yönelik eğilimi, sahip olduğu hisse miktarının artmasıyla aynı oranda artacaktır. Bu durum işletme içerisindeki vekâlet maliyetlerini yani ortak ve üst düzey yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını da azaltacaktır. En büyük hissedar diğer bir ifadeyle hâkim ortağın bu konudaki en büyük avantajı, dâhil olduğu işletmeye kendisinin seçtiği yöneticileri transfer etmesinden kaynaklanmaktadır. En büyük hissedarın yer aldığı işletmelerde uzun vadeli alınacak kararlarda herhangi bir problem ile karşılaşılmamaktadır. Bundan hareketle bu özelliğe sahip işletmelerde uzun dönemli yatırımlarda mümkün olabilmektedir (Berezneak, 2007).

Hâkim ortaklar işletme yönetimini bizzat kendileri üstlenerek yönetim kurullarını ve işletme içerisindeki yöneticileri kendi inisiyatifleri altında tutmaktadırlar. Bu durum, işletme içerisindeki azınlık konumunda bulunan hissedarların aleyhine sonuçlarda doğurabilmektedir (Arıkboğa ve Menteş, 2009). Hâkim ortak tarafından alınan kararlar ve bu kararlara bağlı olarak ortaya çıkan sonuçlar azınlık konumunda bulunan hissedarların aleyhine dahi olsa genelde kanunen bir uygunsuzluk taşımadığı için bu kararların yansımaları mülksüzleştirme olarak gerçekleşmektedir (Menteş, 2008). İşletmedeki en büyük hissedarın elinde bulundurduğu hisse miktarının işletmenin kontrol hakkını kendisine verebilecek kadar yüksek olması, hissedarın nihai ortak olarak adlandırılmasına sebep vermektedir. Hissedarın sahip olduğu hisse oranı, hissedarın işletmenin kontrolünü almasına yetecek oy oranını da karşılamaktadır. Nihai ortağın işletmenin kontrolünü sürdürebilmesi için salt çoğunluğu elde etmesine yetecek kadar hisse oranına sahip olması gerekmektedir. Salt çoğunluk olarak tanımlanan bir hisselerin bir adet oya eşit olduğu bu durum azınlık hissedarlarının aleyhine doğabilecek sonuçları engelleyebilmektedir. Nihai ortağın işletmenin nakit akım hakları üzerinde hâkim olması ise salt çoğunluğu getiren hisse senetleri dışındaki hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetlerine sahip olduğu zaman gerçekleşmektedir (Kula, 2006).

3.4.4.2. Halka Açıklık Oranı

İşletmelerde halka açıklık oranını ifade etmeden önce halka arz ve halka açık işletme tanımlarının açıklanması gerekmektedir. Halka arz kavramı genel olarak

ifade edilecek olunursa, halkın paydaş olmasına yani katılımına izin verilmeyen kapalı bir işletmenin sermaye yapısında, halkın bu işletmeye paydaş olarak katılabilmesine izin verecek düzenlemelerin yapılması olarak ifade edilebilmektedir. Daha önceden sahip olduğu hisse senetleri halka arz edilmiş bir işletme tekrardan hisse senetlerini halka arz ediyorsa bu durum yeni bir hisse senedi arzı olarak ifade edilmektedir. Lakin sermaye yapısı kapalı olan bir işletmenin hisse senetleri ilk defa halka arz ediliyorsa bu durum halka açılma olarak tanımlanmaktadır (Akbulak ve Akbulak, 2004).

Bir işletmenin halka arz edilmiş hisse senetlerinin işletmenin sahip olduğu toplam hisse senetleri içerisindeki orana halka açıklık oranı denilmektedir. Halka arz edilen hisse senetlerinin toplam içerisindeki payı yüksek olan işletmelerde sahiplik ve kontrole dair ayırım belirginken, halka kapalı olan işletmelerde sahiplik ve kontrol iç içedir. Halka açıklık oranı yüksek olan işletmeler yapacakları yatırımların finansmanını borç yoluyla sağlamaktadırlar. Bununla birlikte halka açıklık oranı yüksek olan işletmelerde borcun özkaynağa olan oranı yüksek olarak gerçekleşmektedir (Turaboğlu, 2002). Bunun tersi olarak halka arzı edilmemiş yani kapalı olan işletmelerdeki maddi duran varlık seviyesinin düşük ve işletmenin sahip olduğu varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşması yüksek olduğundan ayrıca işletmeye dair bilgilere borç ihtiyacını karşılayacak işletmeler tarafından net bir şekilde ulaşılamadığından kullanılacak borca dair faiz oranı da yüksek olacaktır (Jensen and Meckling, 1976). İfade edilen bu sebeplerden dolayı halka açık olmayan işletmeler borç yoluyla finansman sağlamayı tercih etmemektedirler. Bu neden dolayı halka açık olmayan işletmelerde borcun özkaynağa olan oranı, açık olan işletmelere kıyasla daha düşüktür. Halka açıklık oranı, işletmenin sahip olduğu toplam özkaynağın yüzde kaçlık kısmının halka arz edildiğini yani halka açık olduğunu ifade eden bir orandır. Bu nedenden dolayı çalışmada kullanılacak oran, Halka Açık Sermaye Toplamı/Toplam Özkaynak şeklinde hesaplanmaktadır (Bayrakdaroğlu, 2010)

Halka açıklık oranı yüksek işletmeler kapalı yapıda olan diğer işletmelere kıyasla daha fazla kaynağa sahip olduklarından dolayı bünyelerinde maddi duran varlıklara daha fazla miktarda yatırım yapabilmektedirler. İşletmenin sahip olduğu maddi duran varlıklar, bir işletmenin üretim faaliyetlerini sürdürebilmesi amacıyla üretim aşamasında kullandığı girdi seviyesini belirlemektedir. Halka açıklık oranı yüksek ve büyük ölçekli işletmelerin maddi duran varlıkları seviyesi yüksek

olduğundan dolayı daha yüksek oranda bir üretim kapasitesine sahip oldukları söylenebilmektedir (Turaboğlu, 2002).

Halka açıklık oranı yüksek olan işletmelerin sahiplik yapısının karmaşık ve geniş tabanlı bir sahiplik niteliği göstermesinin birtakım avantajları bulunmaktadır. Kapsam ekonomisi denilen işletmenin bir alandaki gücünü diğer alanlarda da kullanması yoluyla maliyeti düşürme yoluna gitmesi diğer bir ifadeyle birden fazla ürün üreterek maliyetlerini düşürmesi aracılığından faydalanması ve elde ettiği tecrübeler vasıtasıyla ürün çeşitliliğinin artırılması bu sahiplik yapısına dair avantajlara örnek olarak gösterilebilir (Web 22, 2005). Bir diğer örnek ise halka açıklık oranı yüksek olan işletmelerin sahip oldukları sahiplik yapısından dolayı özkaynakları fazladır ve bu nedenden dolayı daha uzun faaliyet sürelerine sahiptirler (Ağdelen ve Erkut, 2008). Halka açılmanın yukarıda ifade edilen avantajlarının yanı sıra birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlardan biride halka açılmadan dolayı oluşan yapının işletmeleri profesyonel yöneticilere olan ihtiyacını zorunlu hale getirmesidir (Büyükdereli, 2007). İşletmenin yönetimini kaybetme korkusu yaşayan işletmenin ortakları halka açıklık oranını belirli bir seviyede korumak istemektedirler. Halka açıldıkları takdirde hisse senetlerini satarken eski ortaklarına rüçhan hakkı yani öncelik hakkı tanımaktadırlar (Sayman, 2012).

Bir işletmenin hissedarları arasında bir ya da daha fazla hissedarın sahip olduğu hisselerin genele olan oranı %20'yi geçmiyorsa bu işletme için geniş tabanlı bir sermaye sahipliğine sahip diyebiliriz. Bu durum, geniş tabanlı sermaye sahipliğinin halka açıklık oranının yüksekliği ile ifade edilmesine de olanak tanımaktadır. Bu nedenden dolayı bir işletmenin sermaye yoğunluğu azaldıkça halka açıklık oranının yükseleceği, sermaye yoğunluğu yükseldiği zamanda halka açıklık oranının azalacağı olasıdır. İşletme eğer geniş tabanlı bir sermaye sahipliğine sahipse halka açıklık oranının da yüksek olması beklenmektedir. Şayet işletme bir aile sahipliğine sahipse ya da sahiplik yapısı içerisinde kurumsal yatırımcılar ağırlıklı olarak yer alıyorsa bu tür bir işletmede halka açıklık oranının düşük olacağı varsayılmaktadır (Pedersen and Thomsen, 1997).

Loughran ve Ritter tarafından 1997 senesinde yapılan bir çalışmada, işletmelerin halka arz edilmeden önceki sermaye harcamalarındaki değişimler ile halka arz edildikten sonraki faaliyet performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmada işletmelerin pozitif net değere sahip projeleri ile bu projelerin yatırımcılar tarafından işletmenin gelecekteki karlılığını artıracığına dair inançları

arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur (Loughran and Ritter, 1997). Mikkelson, Partch ve Shah, Amerika Birleşik Devletlerindeki 283 halka arzı 1980 ve 1983 yıllar arasında inceledikleri çalışmalarında, işletmelerin halka açılmalarının hissedarlık ve yönetimi birbirinden ayırarak yöneticilerin sermaye sahipliğini düşürdüğünü bulmuştur. İşletmelerin halka arz edilmeleri ile birlikte meydana gelen sahiplik yapılarındaki değişim ile faaliyet performansları arasında bir ilişki sonucuna ulaşamamışlardır. Sahiplik yapısındaki değişim ile faaliyet performansı arasındaki ilişki kastedilen, halka açıldıktan sonra işletmenin özkaynak sahipliğindeki değişimin faaliyet başarısını değiştirmedir. Sahip olunan özkaynak büyüklüğünün, işletmedeki yöneticilerin diğer hisse sahiplerinin teşviklerine karşı koyabilmelerinde önemli olduğuna ulaşmışlardır. İnceledikleri 283 işletmenin halka arz sonrasındaki başarılarında düşüş gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu düşüşle birlikte sahip oldukları varlıklarının getirisinde sadece ilk sene için bir düşüş gözlemleyebilmişler fakat uzun dönem için böyle bir yansıma rastlayamamışlardır (Mikkelson et al., 1997).

Japonya'da ki borsa dışı pazar olan JASDAQ'da ki işletmelerin gösterdikleri faaliyet performanslarının halka arz edilmeden önce ve sonra sahiplik yapısından nasıl etkilendikleri araştırılmıştır. Çalışmada, işletmelerin faaliyet performanslarının işletmelerin yaşı ve büyüklükleriyle birlikte yönetici sahipliğine göre de değiştiği tespit edilmiştir (Kutsuna, Okamura and Cowling, 2002). Zhang'ın 2008 senesinde gerçekleştirdiği çalışmasında 1991 ve 1999 yılları arasında faaliyet gösteren 1998 adet İHA (İlk kez halka arz edilen) işletmesinin halka açılmadan önceki sahip olduğu özelliklerinin halka açıldıktan sonraki performanslarını ne ölçüde etkilediğini ampirik olarak incelemiştir. Yapılan çalışmanın bu alanda incelenen diğer çalışmalardan farkı, bir işletmenin performansını aynı anda etkileyen koşullar hakkındaki birçok teoriyi aynı anda göz önüne almasıdır. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında, halka açılmadan önce daha düşük serbest nakit akıma ve yüksek kaldıraçta sahip olan işletmelerin halka açıldıktan sonra öncekine oranla daha iyi performans gösterdikleri tespit edilmiştir. Ayrıca halka açılma döneminde gerçekleştirilen yönetsel sahiplik değişikliğinin işletmelerin kısa dönemde faaliyet performanslarıyla doğru orantılı olduğu tespit edilmiştir (Zhang, 2008).

3.4.4.3. Yabancı Payı

Yabancı sermaye kavramı doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde ifade edilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir yabancı işletmenin bir diğer ülkede yer alan işletme ve işletmenin varlıkları üzerinde tamamıyla ya belirli bir oranda sahiplik hakkı kazanmasına imkân veren yatırımlar olarak ifade edilmektedir. Dolaylı sermaye yatırımı ile ifade edilmek istenen ise yurt dışındaki yabancı bir işletmenin, bir diğer ülkenin borsasında işlem görmekte olan işletmenin sahipliğinde olan menkul kıymetlerini satın alması sonucunda meydana gelen mali işlemlere denilmektedir (Sağlamer, 2003). Bir işletmenin bünyesinde yabancı sahipliğinin gerçekleşebilmesi için, yurt dışındaki yabancı kişi ya da kurumların diğer ülkelerdeki işletmelere doğrudan yatırımda bulunmaları gerekmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleşmesine sahiplik durumu açısından baktığımızda, ortak girişim, işletme birleşmeleri ve satın alma yatırımları, tamamıyla sahipliği sağlamak için yapılan yatırımlar ve yavru işletme şeklinde gerçekleştiği görülmektedir (Batmaz ve Tekeli, 2009).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleşme türlerinden biri olan ortak girişim, yabancı yatırımcıların yurt dışındaki bir ülkede faaliyet gösteren işletmenin hissedarları ile yeni bir işletme kurması veya mevcut olan işletmeye ortak olarak gelip paylaşması şeklinde tanımlanmaktadır. Ortak girişim, sahiplik yapısı bakımından kontrol edici hissedarların olmadığı bir yabancı sermaye yatırım türüdür. Yabancı yatırımcıların ortak olmasına karar veren en büyük sebeplerden birisi yatırımda bulunmak istedikleri işletmenin ait olduğu ülkedeki kanuni kısıtlamaların fazla olmasıdır (Yavan, 2006). Sınır ötesi birleşme ve satın alma yatırımları ise iki farklı ülkede yer alan işletmenin birbirleriyle birleşmeleri ve satın alma şeklinde olmaktadır. Sınır ötesi birleşmeler, satın alma ile kıyaslandığında, yeni bir işletmeyi satın almak daha pahalı olduğu için daha çok rağbet görmektedir. Bu türlü bir yabancı sermaye yolu ile işletmeler hedefledikleri ülkelerin piyasalarına daha hızlı bir şekilde giriş yapabilmektedirler. Fakat işletme birleşmelerinin ve satın almanın dezavantajları ise, yabancı sermayenin yatırım yaptığı ülkenin birleşme ve satın alma şeklindeki yatırımları yerli işletmelerin sahiplik yapısında değişmeye yol açacağını düşünmesinden dolayı çok faydalı görmemesidir (Yavan, 2006).

Tam sahiplikteki yabancı yatırımlarda ise tüm işlemler doğrudan doğruya yatırımda bulunan yabancı işletme tarafından gerçekleştirilmektedir. Yapılan tüm

yatırım tamamıyla yabancı işletmenin kontrolü ve sahipliği altındadır (Altınışık, 2006). Yavru işletme ise yabancı sermaye sahibinin yurt dışında yeni bir işletme kurması veya yatırımda bulunmak istediği işletmenin sahip olduğu hisselerin %50'sini satın alması şeklinde meydana gelen bir işletme türüdür. Kurulan yavru işletmede, gerçekleşen birleşme türünün özelliğinden dolayı, yabancı hissedarlar bu yavru işletmenin kontrol edici hissedarları olmaktadır. Bu tür işletmelerin sahiplik yapısı içerisinde yerli hissedarlar bulursa dahi kurulan bu yeni işletmenin tüm kararları yabancı hissedarlar tarafından alınmaktadır (Yavan, 2006).

Dwivedi ve Jain tarafından 2005 senesinde Hindistan'da gerçekleştirilen bir çalışmada, yabancı payı yüksek olan özel sektör işletmelerinin piyasa değerlerinin daha yüksek olduğunu yani yabancı paydaşlık ile piyasa değeri arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Yerli paydaşlık yani sahiplik ile işletmelerin piyasa değeri arasında ise nötr bir ilişki tespit edilmiştir (Dwivedi and Jain, 2005). Gürünlü ve Gürsoy tarafından 2010 senesinde gerçekleştirilen bir çalışmada, 2007 ve 2008 yılları arasında faaliyette bulunan 286 adet işletmede yabancı sahiplik ve sermaye yapısı arasındaki ilişki incelenmiştir. Yazarlar bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin farklı pazarlardaki eksik yönleri ve bilgi asimetrisi ile sermaye yapısının belirleyicilerini Türkiye'de ki finansal olmayan işletmelerin verileri ile test etmişlerdir. 143 adet finansal olmayan işletmenin verileri bir araya getirilerek toplamda 286 adet gözlem üzerinden aşamalı regresyon yöntemi uygulanarak çok değişkenli regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada doğrudan yatırım sonrası işletmenin yeni dış fonlara daha elverişli bir şekilde erişebilmesi nedeniyle düşük borç maliyetiyle daha fazla kaldıraç lehine bir artış olacağı tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı sahipliği ile uzun vadeli borç oranı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Sonuçlar, satışların boyutunun, maddi varlık, sermaye harcamaları oranı, karlılık ve likiditenin uzun vadeli kaldıraçın önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir (Gurunlu and Gursoy, 2010).

Kang ve Stulz tarafından Japonya'da ki Japon olmayan hisse senedi yatırımcılarının Japon işletmelerine dair hisse senedi eğilimlerinin incelendiği bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımlarının incelendiği bu araştırmada, 1975 ile 1991 seneleri arasını kapsayan ve sayıları 868-1452 arasında yer alan pay senedi incelenmiştir. Araştırmaya konu olan yatırımcıların pay senedi tercihlerinin tespitinde işletmelere özgü sekiz adet değişkenden faydalanılmıştır. Sekiz adet değişken ışığında yapılan analizler

sonucunda yabancı yatırımcıların işletme ölçeği bakımından büyük ölçekli, üretim endüstrisinde yer alan, düşük kaldıraç oranına ve düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip, iyi muhasebe performansı gösteren, sistematik olmayan düşük riske sahip işletmelere yatırım yaptıkları tespit edilmiştir. Ayrıca, boyut kontrolüne bakıldığında daha fazla ihracat gerçekleştiren ve daha büyük ciroya sahip işletmeler ile ADR (American Depositary Receipt)'lerin bulunduğu işletmelerde daha fazla miktarda yabancı sahipliğinin olduğuna dair kanıtlar tespit edilmiştir (Kang and Stulz, 1997). ABD'li yatırımcıların tercihleri için önemli olan işletme özelliklerinin incelediği çalışmada, bazı işletme özelliklerinden faydalanılmıştır. İşletme büyüklüğü, kar paylarından elde ettikleri getiri, piyasa değeri/defter değeri oranı, aktiflerinin karlılığı, kaldıraç oranı, cari oran, Amerikan borsalarında işlem görmesi vb. birtakım özelliklerden faydalanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular, büyük ölçekli, hisse senetlerinden yarattığı getiri büyük olan, yabancı yatırımcılar için herhangi bir kısıtlama sunmayan, aktif karlılığı yüksek ve düşük kaldıraç oranına sahip olan ve Amerika'daki borsalarda işlem gören işletmelerin hisse senetlerine yatırım yaptıkları şeklindedir. Yatırımcıların hisse senetlerine dair tercihlerinde bölgeden bölgeye değişen farklılıklar gözlemlenmiştir. Bazı bölgelerde işlem görme oranı yüksek hisse senetleri tercih edilirken bazı bölgelerde ise özellikle büyüme eğiliminde olan işletmelerin hisseleri tercih edilip kâr payı dağıtımında bulunmayan işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapılmamıştır. Bir diğer elde edilen bulgu ise, bilgi asimetrilerinin özkaynağa dair önyargılarda önemli bir rol oynadığını ve uluslararası risk paylaşımının faydalarının seçkin işletmeler ile sınırlı olduğunu göstermektedir (Edison and Warnock, 2004).

Zamanında sunulan işletmeye dair finansal bilgiler yatırımcıların verecekleri kararlarda çok önemli bir etkiye sahiptir. Yabancı yatırımcılar bu özelliklerinden dolayı işletmede meydana gelebilecek asimetrik bilgi probleminin azalmasına da yardımcı olacaktırlar (Portes and Rey, 2005). Yabancı yatırımcı sahipliğinin işletmenin kontrol mekanizmalarının yanı sıra kurumsal olarak hazırlanan raporların ve finansal tabloların zamanında sunulmasına etki etmektedir. Tazik ve Mohamed tarafından 2014 senesinde gerçekleştirilen çalışmada, işletmelerin muhasebe bilgi sistemi etkililiğinin ve yabancı sahiplik yapısının denetim raporu gecikmesi üzerindeki etkisi incelenmiş ve yabancı mülkiyet yapısının bu ilişkideki yön veren rolünü araştırılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler Malezya'da yer alan işletmelerdeki üst düzey muhasebecilere yapılandırılmış anket yöntemi ile

uygulanmış ve 2011 yılında katılımcıların yıllık mali raporlarından ikincil veriler toplanmıştır. Araştırmaya toplamda 97 adet işletme katılmıştır. Sonuçlar, yabancı sahiplik yapısının muhasebe bilgi sistemi etkinliği ile denetim raporu gecikmesi arasındaki ilişkinin güçlü bir moderatörü olduğunu göstermektedir. Ayrıca, denetim raporu gecikmesiyle birlikte muhasebe bilgi sistemi etkinliği ile yabancı sahiplik yapısı arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur (Tazik and Mohamed, 2014).

3.4.4.4. Kurumsal Yatırımcı Payı

Kurumsal yatırımcı payı, halka açık olan bir işletmenin dolaşımda bulunan hisse senetlerinin yüzde kaçlık kısmının kurumsal yatırımcılar aracılığıyla satın alınmış olduğunu ifade eden bir pay göstergesidir. İşletme içerisindeki bu sahipliğin artması, işletmenin risk göstergesini azalttığını ve diğer işletmeler ile karşılaştırıldığında daha az risk alan bir politika izlediği anlamına gelmektedir. İzlenen bu politika, işletmenin performansında artış sağlayabileceği gibi risk seviyesini minimumda tutmak isteyen bir işletmenin aynı zamanda mevcut yatırım fırsatlarını da değerlendirmesinde sıkıntı yaşatabilir. Kurumsal yatırımcı sahipliğinin hesaplanması ise Kurumsal Yatırımcıların Pay Senedi Adeti/İşletmenin Dolaşımda Olan Pay Senedi Adeti şeklindedir (Kakilli-Acaravcı vd., 2015).

Kurumsal yatırımcılar, gelişmiş sermaye piyasalarında profesyonel portföy yönetimi esaslarına göre yatırımda bulunmaktadır. Bu nedenden dolayı yatırımda buldukları ülkenin sermaye piyasasının gelişmesine ve ülke ekonomisinin sağlam bir temel üzerinde gelişmesine önemli bir rol oynamaktadırlar (Okur, 2009). Bu önemli rol sadece gelişmiş ülkelerde değil globalleşme ile birlikte gelişme sürecinde olan ülkelere de kurumsal yatırımcıların portföylerinin artması şeklinde kendisini göstermektedir. İsviçre, İrlanda ve Lüksemburg gibi ülkelere kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisi içerisindeki yeri önemli olmakla birlikte Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya olan oranları da diğer ülkelere oranla daha yüksektir. Kurumsal yatırımcıların büyüklüklerinde rekabet, hukuksal sistem, yatırımcıların eğitim ve gelir seviyesi vb. unsurlar etkili olmaktadır (Khorana, Servaes and Tufano, 2005). Bundan yaklaşık 50 sene önce Amerika Birleşik Devletlerindeki halka açık işletmelerin sahip olduğu hisse senetlerinin sadece %10'luk bir bölümü kurumsal yatırımcılara ait iken günümüzde bu sahiplik oranı %50'nin üzerine çıkmıştır (Okur, 2009). Kurumsal yatırımcıların ortaya çıkmasının esas sebebi, finansal piyasaların

mükemmel olmamasından kaynaklanmaktadır. Finansal piyasaların kusursuz olmayışından dolayı ortaya çıkan problemler kurumsal yatırımcıların varlığı ile minimize edilmeye çalışılmaktadır (Dağlar, 2007).

Alfaraih, Alanezi ve Almujaed'in 2012 senesinde Kuveyt Borsasında yer alan işletmeleri içeren ve bu işletmelerdeki kurumsal ve devlet sahipliğinin performans üzerindeki etkilerinin ampirik olarak araştırdığı çalışmada, işletme performansını ölçmek için hem piyasa temelli bir ölçüm olan Tobin Q hem de muhasebe tabanlı bir performans göstergesi olan ROA yani aktif karlılığı kullanılmıştır. 2010'da Kuveyt Borsasına kote olan 134 işletmenin incelendiği çalışmanın regresyon analizi sonuçlarında kurumsal yatırımcıların payı ile işletmelerin göstermiş olduğu performans arasında olumlu bir ilişki olduğu görülmüştür. Ayrıca kurumsal yatırımcıların kurumsal bir yönetim mekanizması olarak oynadıkları güçlü ve etkili role işaret edilmektedir. Buna karşılık, kamu sahipliği ve borsaya kayıtlı işletmelerin göstermiş olduğu performans arasında negatif bir ilişki gözlenmiş ve kamu sahipliği olduğu zamanlarda işletmelerin daha kötü bir performansının söz konusu olduğu belirtilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular, farklı sahiplik türlerinin işletme performansı üzerinde farklı etkilerinin bulunduğunu işaret etmektedir. Bazı sahiplik yapıları işletmelerin performansını artırırken bazıları da performansını kötüleştirmiştir (Alfaraih et al., 2012).

Bhattacharya ve Graham'ın 2007'de ele aldığı çalışmada, farklı kurumsal yatırımcı sınıfları ile işletme performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Finans sektöründeki geniş bir yelpazede farklı işletmelerde birden fazla mülkiyet hissesine sahip olan çeşitli kurumsal yatırımcılar tarafından karakterize edilen Finlandiya'da ki endüstri düzeyindeki veriler kullanılmıştır. Çalışma iki yeni özellik sergilemiştir. İlk olarak, kurumsal yatırımcıları tek bir grup olarak ele alan daha önceki çalışmaların aksine kurumsal yatırımcılar sınıflar halinde bölümlere ayrılmıştır. İkincisi ise, işletme performansının ve kurumsal mülkiyetin müşterek olarak belirlenmesi kabul edilmiştir. Üç basamaklı en küçük kareler metodolojisi kullanan bir denklem sistemi bağlamında açıklama yapılmıştır. Çalışmadan elde edilen ampirik sonuçlar, işletme performansı ile kurumsal hisse sahipliği arasında önemli iki yönlü geri bildirim olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte bu iki yönlü gri bildirim simetrik olmadığı tespit edilmiştir. Yatırımlarla ve işletmeler ile iş bağlantıları olan kurumsal yatırımcıların işletme performansı üzerinde olumsuz etkileri olduğu ve bu durumun işletme performansının kurumsal sahiplik üzerindeki olumsuz etkisine kıyasla çok

önemli olduğu durumu keşfedilmiştir (Web 51, 2007). Demiralp ve arkadaşları, kurumsal mülkiyetin hisse senedi fiyatına olan etkisi ile ilk halka arzı takiben işletme performansına etkisini analiz ederek kurumsal mülkiyetin izleme yararları hakkında bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada, yapılan duyuruların geri dönüşlerinin, toplam, aktif kurumsal sahiplik seviyeleri ve yoğunlaşmaları ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Hisse senetlerinin arzı sonrasında elde edilen getirilerin toplam ve aktif kurumsal mülkiyetteki ve hisse yoğunlaşması ile eş zamanlı olarak ortaya çıkan değişiklikler ile olumlu ve belirgin bir şekilde ilişkili olduğu görülmüştür. İşletme performansındaki iyileştirmelerin, özkaynak ihracını takip eden ilk 3 yıl içerisindeki kurumsal izleme ile ilgili olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar, kurumsal yatırımcıların daha sonra daha iyi performans gösteren işletmeleri tespit etmeleri ve yatırım yapmalarını sağlayacak bir bilgilendirme avantajına sahip oldukları ihtimalini düşündükten sonra bile devam etmektedir. Ek olarak, izleme faydalarının düzenleme öncesi ve sonrasında değişmediğini, bu faydaların kurumların bilgilendirici avantajlarına atfedilebilen gözlenen değer değişikliklerinin arttığını gösteren görüşle uyumlu olduğu tespit edilmiştir (Demiralp, D'Mello, Schlingemann and Subramaniam, 2011).

Charfeddine ve Elmarzougu, 2002 ve 2005 yılları arasında Fransız finansal piyasasında listelenen 35 işletmenin kurumsal sahiplik oranı ve işletme performansı arasındaki ilişkisini inceleyen bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmadan elde edilen ampirik sonuçlar, kurumsal sahipliğin endojenliği yani içselliği hakkında kanıtlar sağlamak ve mülkiyet yapısının içselliğini savunan önceki çalışmaları desteklemektedir. Kurumsal mülkiyetin Tobin Q ile ölçülen işletme performansı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu bulunmuştur (Charfeddine and Elmarzougui, 2010). Thanatawee 2014 yılında gerçekleştirdiği çalışmasına temel dayanak olarak, kurumsal yatırımcı sahipliğinin kurumsal yönetim mekanizmalarındaki kritik rolüne rağmen kurumsal mülkiyetin Tayland'da ki işletmelerin işletme değeri üzerindeki etkisini inceleyen ampirik kanıtların azlığını göstermiştir. İlgili çalışma, 2007 senesinden 2011 yılına kadar Tayland Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören toplamda 1451 adet işletmeden 323 adet finansal olmayan işletmenin kurumsal sahiplik payı ve işletme değerleri arasındaki ilişkilerini incelemiştir. İşletme özellikleri ve içsellik sorunları kontrol edildikten sonra elde edilen kanıtlar, yerli kurumsal yatırımcılara ait hisse senedi sahipliğinin işletme değeri üzerinde olumlu bir etkisi bulunduğunu, daha yüksek seviyedeki yabancı

kurumsal mülkiyetin işletme değerinin düşmesiyle ilişkili olduğunu göstermiştir. Bulgular, yerli kurumsal yatırımcıların etkili bir izleme rolüne sahip olduğunu dolayısıyla kurumsal yönetim ve işletme değerini artırdığını buna karşılık yabancı kurumsal yatırımcıların yöneticilerin izlenmesinde aktif olmadığını hatta yöneticilerin işletmedeki azınlık hissedarlarına rağmen işletme kaynaklarını yetersiz hale getirebileceklerini tespit etmişlerdir (Thanatawee, 2014).

Ruiz-Mallorquí ve Santana-Martín tarafından 2011’de gerçekleştirilen bir çalışmada, İspanya Menkul Kıymetler Borsasında 1996 ve 2009 yılları arasında faaliyet gösteren 111 adet finansal olmayan işletmenin verileri kullanılarak dengesiz bir panel modeli oluşturulmuştur. Örneklem döneminde bu işletmelerin %85’inden fazlasında beş ya da daha fazla yıl için gözlem yapılmıştır. Toplamda 1015 adet işletmenin yıllık gözlemlerini içermektedir. Araştırmada konu olarak, baskın kurumsal sahiplerin (Bankalar ve yatırım fonları) denetiminin işletme değeri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Yapılan analiz, baskın kurumsal sahiplerin ve diğer büyük hissedarların ellerindeki oy haklarının seviyesini göz önünde bulundurmıştır. Sonuçlar, baskın kurumsal yatırımcının bir bankacılık kuruluşu veya yatırım fonu olup olmadığına bağlı olarak işletme değeri üzerindeki farklı etkilerini ortaya koymaktadır. Ayrıca, diğer büyük hissedarın varlığının işletme değerini, baskın bir kurumsal sahibin işletmeyi kontrol ettiği zaman etkilediğini göstermiştir.

Elyasiani ve Jia (2010)’da banka holdinglerinin performansı ile kurumsal mülkiyet istikrarı arasındaki ilişkiyi araştırarak, regülasyonun mülkiyetin izlenmesinin yerini alıp almadığı hususunda karar vermek için regülasyonların daha az yer aldığı kamu hizmeti işletmeleri ve sanayi kuruluşları ile banka holdinglerini karşılaştırmışlardır. Çalışmada işletmenin performansını ve kurumsal sahiplik istikrarını içsel değişkenler olarak ele alan eşanlı bir denklem modeli kullanılmıştır. Çalışmada birkaç sonuç elde edilmiştir. Bunlardan ilki, banka holdinglerinin performansı ile kurumsal sahiplik istikrarı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. İkincisi, bu ortaklık benzer kamu ve endüstriyel işletmelere göre bankacılıkta olası düzenleme vekâletinden dolayı banka holdingleri için daha zayıftır. Bununla birlikte diğer bulgular ise, banka holdinglerinin performansının mülkiyet istikrarı ile pozitif yönde ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu olguya dair verilecek yorum ise yatırımcıların banka holdinglerini etkin bir şekilde izlediği şeklindedir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcıların banka holdingleri üzerindeki etkisinin muhtemel özel

denetime ilişkin düzenlemenin değiştirilmesinden dolayı kıyaslamaya konu olan kamu hizmeti ve sanayi işletmelerinden daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca, kurumsal sahiplik istikrarının etkisinin düzenlemelerin kaldırılması yani serbestleşme ile birlikte arttığı ve düzenleyici müdahale olasılığının düşük olduğu banka holdingleri için daha yüksek seviyede gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır (Elyasiani and Jia, 2010).

3.4.4.5. Ortak Sayısı

İşletmelerin sahiplik yapısı, paydaşların yapısı ve işletme içerisindeki sayısı tarafından belirlenmektedir. Sahiplik yapısının boyutu diğer bir ifadeyle ise işletmedeki ortak sayısı işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Bu sayının fazla olması işletmenin sahiplik yapısının geniş tabanlı bir özelliğe sahip olduğunu göstermekle birlikte, işletmelerin geniş tabanlı bir sahiplik yapısına kavuşmaları da sermaye piyasalarının ana hedeflerinden birini oluşturmaktadır. Taraflar arasında gittikçe artan bilgi alışverişi ve iletişim imkânlarının bir neticesi olarak işletmelerin sahiplik yapıları da gelişme sürecinde olan piyasalarla birlikte çok çeşitli olarak ortaya çıkmaktadır (Sayman, 2012).

İşletme içerisindeki yöneticilerin sahip oldukları pay senetlerinin sayısının az miktarda olup bunun tersi olarak da paydaş sayısının fazla olduğu ve işletmeye ait olan hisselerin tabana yayılıp dağınık bir özellik gösterdiği hallerde, yöneticilerin işletmeye ait olan varlıkları kendi menfaatleri neticesinde kullanma ihtimallerinin yüksek bir olasılık gösterdiği görülmektedir. İşletmedeki yöneticiler ile paydaşlar arasında ortaya çıkan bu menfaat çatışmasının daha aza indirilmesinin ise yöneticilerin sahip oldukları pay oranında sağlanacak bir artış ile mümkün olabileceği belirtilmektedir (Jensen and Meckling, 1976).

Ellerinde bulundurdukları pay sayısı bakımından hisse yoğunluğuna sahip bulunan paydaşlar diğer bir ifadeyle işletmenin kontrolünü ellerinde bulunduranlar, işletmenin elde edeceği gelirleri kendi şahsi menfaatlerine uygun olacak bir şekilde yönlendirip fayda sağlayabilmekte ya da işletmeye ait olan varlıkları kendilerinin sahip olduğu diğer işletmelerin çıkarına kullanmak suretiyle gelir sağlayabilmektedirler (Web 25, 2000).

İşletmeye ait olan payların büyük bir çoğunluğa ait durumlarda diğer grupların yani azınlık paylarına sahip olanların çok az hakkı ve değeri olmaktadır. İşletmenin kontrolüne dair bir oylama durumu söz konusu olduğunda azınlık grubunun oy hakkı

bakımından oldukça düşük bir önemi bulunmaktadır. Bu grubun sahip olduğu oy hakkı ise sadece işletme içerisindeki değişik yönetim kadrolarında bulunanların oylarını sağlama mücadelesinde önem kazanmaktadır. Bununla birlikte azınlık payına sahip olan grubun bir diğer önemi de çok sayıda paydaşın mevcut olduğu fakat sahiplik yoğunluğunun bulunmadığı diğer bir ifadeyle işletmeyi kontrol eden bir grubun yer almadığı zamanlarda ortaya çıkmaktadır (Chung and Kim, 1999).

3.4.5. Sahiplik Yapısında Kontrol Değişkenler İle İlgili Olan Çalışmalar

Sahiplik yapısı ve işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların büyük bir kısmında geliştirilen modellere kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. Diğer bir deyişle ortaya konulan modellere, sahiplik yapısı ile alakalı temel bağımsız değişkenlere ek olarak işletmelerin finansal performansını etkileyebilecek iç ve dış faktörlerden oluşan oranlar yani kontrol değişkenleri de eklenmiştir. Çalışmada kullanılan söz konusu kontrol değişkenleri işletme büyüklüğü (Toplam aktifler) ve işletme yaşıdır. Bu kontrol değişkenlerinin işletmelerin finansal performansı üzerinde ne derece ve hangi yönde etkiye sahip olduğu aşağıda daha önceden gerçekleştirilmiş olan çalışmalarda özetlenecektir.

3.4.5.1. İşletme Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Etkisi

Sahiplik yapısı ile ilgili çalışmalarda işletme büyüklükleri göstergeleri olarak toplam aktifler, toplam özkaynak ve toplam satışlar kullanılarak ölçümlenmeler gerçekleştirilmiştir. İşletmelerin sahiplik yapısı ve işletme performanslarının arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalarda, işletme büyüklüğü kontrol değişkeni olarak oluşturulan modellere dahil edilmiştir. Bunun temel sebebi ise sahiplik yapısına dair uygulamaların yanı sıra işletme büyüklüğünün de finansal performans üzerinde etkili olabileceği düşüncesinde yatmaktadır. Çalışmada işletme büyüklüğü olarak toplam aktifler tercih edilerek diğer değişkenler ile uyum göstermesi için işletmelerin ilgili yıllardaki toplam varlıklarının logaritması alınarak hesaplanmış ve modele dahil edilmiştir.

Büyük işletmeler ölçek ekonomisinden etkin bir şekilde faydalandıkları için küçük işletmelere oranla daha etkili olabilmektedir. Bununla birlikte işletmeler büyüdükleri zaman finansal açıdan verimsizlik ve performans düşmesi gibi riskler ile yüz yüze gelebilmektedir. Bu sebeplerden dolayı işletme büyüklüğünün finansal

performans üzerindeki etkisi net olmayan ve tartışmalı bir konu halini almıştır (Majumdar, 1997).

İşletmelerin üretimlerini artırmaları artırmak için bu artırıma neden olacak gelişmelere ya da ekonomik açıdan işletmeyi harekete geçirecek, yönlendirecek bir güce ihtiyaçları bulunmaktadır. İşletmenin içerisinde yer aldıkları pazarda ya da faaliyetlerine devam ettiği sektörde meydana gelen büyüme aynı zamanda bu işletmeninde büyüme kararı almasına sebep olacaktır. Endüstrinin büyümesi ve üretim hacminin artması ile doğru orantılı olacak şekilde endüstrinin içerisinde yer alan işletmelerin maliyetlerinin azalmasına sebep olacak kimi fırsatlarda ortaya çıkacaktır (İskenderoğlu, 2008). Titman ve Wessels (1988)'de belirttiği gibi işletmelerin ölçekleri arttıkça faaliyetlerinde görülecek muhtemel çeşitlilik, nakit akıflarda görülmesi muhtemel dalgalanmaları diğer bir ifadeyle iflas olasılığına yakalanma riskini azaltacaktır. Lakin bu fırsatlar ile birlikte yukarıda da ifade edildiği üzere birtakım dezavantajlarda ortaya çıkacaktır. Önemli olan nokta ise optimal işletme büyüklüğünün tespit edilmesinde işletmenin üretim kapasitesi ile birlikte üretim derinliği ve genişliğinde dikkate alınmasının gerekliliğidir.

Rajan, Zingales ve Kumar gerçekleştirdikleri çalışmalarında (Web 27, 2001) işletmenin büyüklüğüne etkide bulunan faktörleri aşağıda gösterildiği üzere sıralamışlardır:

- a) İşletmenin yer aldığı ülke ekonomisinin büyüklüğü ile gelişmişlik düzeyi,
- b) Sahip olunan sermayenin büyüklüğü,
- c) Faaliyetlerinde ağırlıklı olarak soyut varlıklara yer veren işletmeler yasal mevzuat ve düzenlemelerden yoğun bir şekilde etkilenmektedirler,
- d) Yasal düzenlemelerin niteliğinde meydana getirilecek iyileştirmeler daha da büyük işletmelerin ortaya çıkmasına sebep olacaktır.

Büyük işletmeler için sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisi daha düşük bir şekilde gerçekleşmektedir. Büyük işletmeler özkaynak vb. menkul değerlerin kullanımına daha çok ağırlık vererek borçlanma seviyelerini belirli bir oranın altında tutmaktadırlar (Rajan and Zingales, 1995). Bilgi asimetrisi büyük işletmelerde daha düşük bir şekilde gerçekleşirken küçük ölçekli işletmelerde oldukça yüksek bir şekilde görülmektedir (Harris and Raviv, 1991). İşletmeler büyüdükçe menkul kıymet piyasalarında kendisine yönelik daha fazla beklenti meydana gelmekte bu

durumda işletmenin faaliyet gösterdiği pazardaki bilgi asimetrisi seviyesini düşürüp, borçlanmayı daha kolay bir hale getirmektedir. Küçük işletmelerde bilgi asimetrisi büyük işletmelere göre daha fazla görülmekle birlikte bu seviyenin yükselmesi küçük ölçekli işletmelerin yabancı kaynak yani borç kullanmalarını da oldukça maliyetli hale getirmektedir (Padrón, Caceres-Apolinario, Maroto-Santana, Verona-Martel and Sales, 2005). Belirtildiği üzere büyük ölçekli işletmeler menkul kıymet ihracı vasıtasıyla borç bulabilme imkanına sahip olabilmektedirler. Küçük ölçekli işletmelerde ise belirtildiği üzere pay senedi ihraç maliyetleri nispeten daha maliyetli olmakla birlikte uzun vadeli borçlanma enstrümanlarında bu maliyet daha artmaktadır. Bu durumun yol açtığı en temel sebeplerden biri ise daha düşük maliyetli kısa vadeli banka kredilerine yönelik ve dolayısıyla da borçlanma oranlarının daha yüksek gerçekleşecek olmasıdır (Fıratoglu, 2005).

Küçük ölçekli işletmelerde, işletme değerinde azalmalar meydana geldikçe direkt iflas maliyetinin işletme değeri içerisindeki payında da artış meydana gelecektir. Bu durum işletme büyüklüğü arttıkça borçlanma oranlarının da artması anlamına gelmektedir (Fıratoglu, 2005).

İşletme büyüklüğü artış gösterdikçe işletmenin sahiplik yapısı içerisindeki yönetici sahipliğinin payında da artış görülmektedir. Bu durumun neticesinde oluşan işletme içerisindeki vekalet maliyetleri ve ahlaki risk kavramları birbirleriyle oldukça alakalıdır. Bununla birlikte işletme büyüklüğünün artması işletmenin daha profesyonel yöneticiler ile birlikte çalışma gereksinimini de etkileyebilir (Ünlü, Bayraktaroğlu ve Şamiloğlu, 2011).

İşletme büyüklüğü ve finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik çalışmalar incelendiğinde farklı sonuçların gerçekleştiği tespit edilmiştir. Obradovich ve Gill (2013) ile Swastika (2013)'ün gerçekleştirdikleri araştırmalarında işletmenin büyüklüğü ile performans ilişkisi incelenerek söz konusu değişkenler arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçların yanı sıra Banchuenvijit ve Phuong (Web 54, 2012) ve Kumar ve Singh (2013) ile Liao ve Young (Web 37, 2013) gerçekleştirdikleri çalışmalarda işletme büyüklüğü ile performans arasında istatistiksel olarak negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. 1969'da işletme büyüklüğü ve finansal yapı ilişkisi üzerine Gupta tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada küçük ölçekli işletmelerin stoklarındaki malları kaç sefer satıp tekrar yenisini stoklarına aldıklarını gösteren devir oranı ve işletme içerisindeki nakit ile nakite döndürülebilir kıymetlerinin dönem içerisindeki devir hızlarının yüksek fakat

tahsil etme zamanlarının düşük olmasından dolayı dış kaynak tedarik etmede zorlandıkları sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada elde edilen tespitlere ek olarak işletme büyüklüğü ile borçlanma oranı arasında negatif yönde bir ilişki bulunmuştur. Negatif ilişkinin sebebiyse küçük ölçekli işletmelerin riskinden dolayı kaynaklanmaktadır (Gupta, 1969). Elde edilen gözlemler işletme büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin net olarak tespit edilememesine neden olmaktadır.

3.4.5.2. İşletme Yaşının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi

İşletme yaşı, işletmenin kuruluş tarihi ile içerisinde bulunduğu cari yıl arasındaki farkı ifade etmektedir. Yeni kurulan ve ölçek olarak küçük işletmeler kurum itibarının, yeterli sermayeye sahip olmamanın ve marka tanınırlığının olmayışının yarattığı dezavantajlardan dolayı faaliyetlerini sürdürdüğü pazardaki konumlarını kaybetme riski ile yüz yüze gelebilir (Web 40, 2001). Kuruluşunun üzerinden uzun yıllar geçen ve belirli bir tecrübeye sahip olan işletmeler ise yeniliklere daha kolay adapte olabilmektedirler (Liargovas and Skandalis, 2008). Çalışmada ikinci kontrol değişkeni olarak işletme yaşı tercih edilerek diğer değişkenler ile uyum göstermesi için işletmenin faaliyet süresinin doğal logaritması alınarak hesaplanmış ve modele dahil edilmiştir.

İşletmelerin faaliyet süresinin uzunluğunun sahiplik yapısı içerisindeki yönetici sahiplik derecesini ve işletme performansını etkilemesi olasıdır. Bu değişken gözlemlenebilen bir işletme karakteristiği olduğundan dolayı oluşturulan modellerde kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, 2011). İşletme yaşının yüksek olması diğer bir ifadeyle uzun yıllardan beri faaliyet göstermesi işletmelere birtakım avantajları da beraberinde getirmektedir. Kuruluş tarihinden günümüze kadar uzun yılları geride bırakan işletmeler diğer işletmelere göre kredibilitesi daha yüksek işletmelerdir. Bu yüzden bu işletmeler finansman temini amacıyla yabancı kaynak gereksinimlerini daha kolay bir şekilde elde edebilmektedirler (Sayman, 2012). Ayrıca elde etmiş oldukları tecrübe, uzun yılların neticesinde oluşturdukları çevre ile kaynaklara erişimi daha kolay bir şekilde gerçekleştirmektedirler (İskenderoğlu, 2008).

Konuyla ilgili var olan akademik araştırmalar işletmenin büyümesi ve işletmenin yaşı arasında istatistiksel açıdan olumsuz bir ilişki gözlemlemiştir. İşletmelerin belli bir üretimi en az maliyet ile ya da en yüksek üretimi en az maliyet ile gerçekleştirme hedefi olarak da bilinen kar maksimizasyonu ya da büyüme

arasındaki tercihi genellikle işletmenin yaşı ile alakalıdır. İşletmenin büyümesi ve işletmenin yaşı arasında tespit edilen bu olumsuz ilişki Evans (1987a), Evans (1987b), Jovanovic (1982) ile Yasuda (2005)'de gerçekleştirilen çalışmalar vasıtasıyla hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre işletme yaşının arttıkça büyümenin de azaldığına dair bir fikir birliğine varılmıştır. İşletmenin karlılığı ve yaşı arasında farklı piyasa koşullarında ters bir ilişkide bulunabilir (Liargovas and Skandalis, 2008). Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008), Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010), Saravanan (Web 26, 2012) ile Younas, Mahmood ve Saeed (2013)'de gerçekleştirdikleri çalışmalarda işletmenin finansal performansı ve işletmenin yaşı arasında istatistiksel olarak pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Oxelheim ve Randøy (2003), Mak ve Kusnadi (2005), Choi, Park ve Yoo (2007) ile Cheng (2008)'de gerçekleştirdikleri çalışmalarda ise performans ve işletme yaşı arasında negatif bir ilişki bulunduğu gözlemlenmiştir.

Türkiye'de Taşkın, Durak ve Aktaş (2013) tarafından işletme yaşı ve performans arasındaki ilişkiyi ölçen bir çalışmada kurumsal yönetim değişkenlerinden verimlilik ve etkinliğe dair unsurları en fazla açıklayan değişkenin işletmenin tecrübesi olduğu tespit edilmiştir. Faaliyet süresi ile temsil edilen işletme yaşının toplam faktör verimliliğini, etkinlik değişimini ve saf etkinliğini pozitif olarak etkilediği gözlemlenmiştir. İşletmelerin yaşı arttıkça buna dayalı olarak artan tecrübesi ile teknik bilgisinin işletmelerin verimlilik ve etkinliğine dair değerlerde artışa yol açtığı görülmüştür. Çalışmada işletmelerin halka açıklık sürelerinin arttıkça verimlilik ve etkinlik değerlerinde azalmalar meydana gelmiştir. Elde edilen bu sonuç, halka açık işletmelere yatırımda bulunan yatırımcıların işletme yönetimleri üzerinde gerektiği kadar baskı kurmadığını ve bununla ilgili mekanizmalarında yeterince gelişemediğini göstermektedir.

İşletme yaşının birtakım avantajları olmakla birlikte yaşın artmasına bağlı olarak dezavantajlarda ortaya çıkmaktadır. Kuruluş tarihinin üzerinden uzun zaman geçen ve yaş olarak olgun bir dönemde bulunan işletmeler, yeniliklere sağladıkları adaptasyon kolaylığının aksine rekabette sürdürülebilirliğin devamının sağlanmasında ve işletme için hayati öneme sahip olan kaynaklara erişilmesinde sıkıntılar yaşamaktadırlar (Web 35, 2011). Rekabet etmede yaşanan zorluklar nedeniyle meydana gelen değişimlere yönelik adaptasyonda yaşanan sıkıntıların sonucunda işletmelerin kar marjlarında ve aktiflerinden elde ettiği karlarında azalması da olasıdır. Değişime adapte olunamaması, işletmelerin faaliyetlerine dair

elde etmiş olduğu tecrübe ve teknoloji tedarik etme açısından sıkıntı yaşamamasına rağmen, işletme performanslarının düşmesine neden olmaktadır (Web 35, 2011).

4. SERMAYE YAPISI

Sermaye, işletmelerin varlıklarını ve faaliyetlerini devam ettirebilmesi için en gerekli ve temel nitelikli gereksinimlerden biridir. İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını çeşitli kaynaklara başvurarak ya da kendi iç bünyelerinden tedarik ederek karşılamaktadırlar. Bu nedenden dolayı bu bölümde sermaye yapısına dair kavramlara, borç ve özkaynak arasındaki temel farklara, borç ile özkaynak bileşimine, sermaye yapısı teorileri ile sermaye yapısını etkileyen faktörlere yer verilmiştir.

4.1. Sermaye Yapısı Kavramı

1900'lü yılların başında bir işletmedeki finans fonksiyonun ana görevinin kaynak sağlanması ve nakit faaliyetlerinin yönetilmesi olduğu düşünülmekteydi. Yirminci yüzyılın ikinci yarısında ise işletmelerdeki finans fonksiyonunun görevinin işletmenin piyasa değerini çoklaştırmak olduğu kabul edilmeye başlandı. İşletmenin piyasa değerini artırmaya yönelik çalışmaların başlamasına ise işletmelerin içerisinde bulunduğu rekabet koşullarının etkili olduğu ve bu rekabet gücüne dair faktörlerin öneminin büyük olduğu görülmüştür. Bu faktörler ise üretim maliyetlerinin ortaya çıkmasında, satılan ürünlerin miktarının ve fiyatlarının tespit edilmesinde, yapılması zorunlu olan yatırım ve muhtemel risklerin oluşmasında etkili olmaktadır (Pike and Neale, 2003).

İçerisinde bulunduğumuz dönemde artmakta olan rekabet, teknolojiye bağlı değişim, döviz kurları, faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar, küresel ölçekte görülen ekonomik belirsizlik, vergi kanunlarındaki değişiklikler işletmenin mevcut piyasa değerinin yükseltilmesinde finans bölümünün önemini giderek artıran dış unsurlar olarak görülmektedir. Finans bölümünün alacağı kararlar içerisinde olmazsa olmaz olarak değerlendirilecek hususlar üç ana başlık altında toplanabilir. Bu başlıklar, yatırım kararları ve bu yatırım kararlarının hayata geçirilmesinde gerekli olan kaynakların elde edilmesi ile işletmenin mevcudunda olan varlıkların yönetimidir (Van Horne and Wachowichz, 2001).

Bir işletme faaliyetlerine devam edebilmek için gereksinim duyduğu fonları özkaynak ya da yabancı kaynak şeklinde temelde iki kaynaktan sağlamaktadır.

Yabancı kaynak ile ifade edilen kredi ya da borç ilişkisini ifade etmektedir. Özkaynak ile ifade edilen ise mülkiyet yani sahiplik ilişkisini ifade etmektedir.

Sermaye yapısı yukarıda da ifade edildiği üzere işletmenin finansmanını sağlamak amacıyla kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynakların bir araya gelmesi sonucu oluşan bir yapıdır. İşletmenin finansman yapısı, bilançonun pasif tarafında yer almakta olan bütün kalemleri içermektedir. Sermaye yapısı ile finansman yapısı arasında bir farklılık bulunmaktadır. Finansman yapısında, işletmeye ait olan kısa vadeli borçlar ve bunların karşılıkları yer almaktadır. Fakat sermaye yapısı içerisinde bu kalemler yer almamaktadır. İşletmelerin finansal yapısı bilançolarının pasif tarafını ifade eder ve finansman şeklini ortaya koyar. Sermaye yapısı ise uzun vadeli finansman kaynaklarının bir araya geldiği oluşumu ifade etmektedir (Türko, 2002).

İşletmenin kendi iç bünyesi dışından tedarik ettiği kaynaklar yani borçlar sürelerine göre kısa, orta ve uzun olmak üzere üç şekilde kategorize edilebilir. Borçlar, işletmenin belirli şartlar altında ve belirli bir vadede geri ödemek üzere almış olduğu ödün parayı ifade eder ve işletmeye ait olan yükümlülükleri ifade eder (Türko, 2002). Bu yabancı kaynaklar direkt olarak borç, bankadan alınan krediler, daha sonradan hisse senedine dönüşebilen tahviller, emtiaya bağlı tahviller vb. şekillerde görülebilmektedir (Koller, Goedhart and Wessels, 2005).

Özkaynak, herhangi bir vadeye bağlı olmayan, faaliyetlerin finansmanında kullanılan ve belirli dönemlerde getiri sağlama beklentisi ile işletmedeki hissedarlar tarafından işletmeye koyulan kaynaklar olarak tanımlanmaktadır (Babuşçu ve Hazar, 2008). Özkaynak ile finansman sağlanması, fonlar, dağıtılmamış karlar ile yedek akçeler yoluyla işletmenin kendi içerisinde tedarik edilebileceği gibi pay senedi ihracı ile işletme dışarısındaki kaynaklardan da sağlanabilmektedir. Bu yol ile sağlanmada fonların işletmeye olan maliyetleri, işletme riskine ve piyasa değerine olması muhtemel etkileri de göz önünde bulundurulmalıdır (Korkmaz, Başaran, Gökbulut, 2009).

Sermaye yapısı işletmenin sermaye maliyeti ile yakından ilgili olan bir kavram olup işletmenin faaliyetlerinde yararlandığı uzun dönemli kaynakların bileşimidir. Uzun vadeli fon kaynaklarını bir araya getirip bu kaynakların uygun bir bileşimini sağlayarak işletmenin piyasadaki değerini maksimize etmek sermaye yapısı kararlarının ana amacını teşkil etmektedir (Berk, 2007).

İşletmeler özkaynak kullanmak yerine kullandıkları yabancı kaynaklara ait olan faiz ödemelerini gider şeklinde muhasebeleştirip vergi avantajından yararlanarak yabancı kaynakla finansman kullanmanın kaldıraç etkisinden de faydalanabilirler. Fakat bu yöntem işletmelere belirli bir seviyeye kadar fayda sağlayacak olup belirli bir süreden sonra faaliyetlerin devamında çeşitli engeller çıkarabilecektir. Bu yöntem literatürde geleneksel yaklaşım olarak tanımlanmakta olup işletmeler için optimum bir sermaye bileşimi bulunduğunu belirtmektedir. İşletmeler optimum bileşime ulaştıkları zaman sermaye maliyetlerini minimum seviyeye çekip değerlerini maksimize edebileceklerdir (Schwartz, 1959).

Birçok faktör işletmedeki finans yöneticisinin sermaye yapısına dair en uygun saptamayı yapmasına dair kararlarını etkilemektedir. Bundaki temel sebep her bir işletmenin durumunun birbirinden farklı olması olup işletmenin yer aldığı ülkenin ekonomik durumu, endüstri ve işletme karakterleri ile finans yöneticisinin risk konusundaki eğilimleri de sermaye yapısına dair kararları etkilemektedir (Akgüç, 1998).

4.2. Borç ve Özkaynak Arasındaki Farklılıklar

Bir işletmenin sermaye yapısını meydana getiren iki temel kaynak olan borç ile özkaynağın temel karakteristikleri ile birbirinden farklılıklarını kısaca belirtmek önemlidir. Bu temel dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlar: vade, gelir üzerindeki talep hakkı, varlıklar üzerindeki talep hakkı, yönetime iştirak hakkıdır (Akgüç, 1998).

4.2.1. Vade

Borç alan bir işletme ile borç veren kurum arasında borcun belirli bir vadede ödenmesi zorunludur. Vadenin tarihi borç alan ve borç veren arasında yapılacak bir anlaşma ile belirlenmektedir. Özkaynak da ödenme zamanının temsil eden belirli bir vade bulunmamaktadır. Yapısı itibariyle işletme açısından devamlı yani sürdürülebilir bir kaynak olma özelliği taşımaktadır. İşletmeye hissedar olarak yatırım yapanlar yaptıkları yatırımı geri almak isterlerse bunun için işletme üzerindeki haklarını üçüncü şahıslara devretmeli, işletmenin tasfiye sürecine girmesine imkân sağlayabilmeli veya kanuni şartlar dâhilinde sermayelerini azaltmalıdırlar (Türko, 2002).

4.2.2. İşletmenin Geliri Üzerindeki Talep Hakkı

Borç ve özkaynak arasındaki farklılıklara işletmenin geliri üzerindeki talep hakkından baktığımızda borç üç temel noktada özkaynakdan ayrılmaktadır.

Borç veren kişi veya kuruluşların işletmenin elde ettiği gelir üzerinde işletmeye hisse yoluyla ortak olanlardan önce talepte bulunabilme hakkı bulunmaktadır. İmtiyazlı hissedarlara temettü dağıtım yapıldıktan sonra ve işletmeye borç veren kişi ya da kuruluşlara tüm borçlar ödendikten sonra kısaca tüm yükümlülükler yerine getirildikten sonra işletmeye hisse yoluyla ortak olanlara kardan pay verilebilmektedir. Bu duruma öncelik hakkı denilmektedir.

İşletmenin faaliyetleri sonucunda kar elde etmemesi borç aldığı kişi ya da kurumlara olan ödemelerinde borcun ödenmemesi hususunda herhangi bir değişikliğe sebep olmamaktadır. İşletme faaliyetlerinde kullandığı dış yani yabancı kaynaklara dair daha önceden belirlenmiş oranlarda faiz ödemelerini yerine getirmek zorundadır. İstisnai olarak kar-zarar ortaklığı belgesi ile kara iştirakli tahviller vb. finansal enstrümanlar dışında ödenmesi zorunlu olan ödemeler işletmenin gelir ve kar durumuna göre bir değişiklik göstermemektedir. İşletmenin ortaklık yoluyla bağlı olanlara temettü ödemesinin yapılıp yapılmaması ile bu temettü ödemesinin hangi şekilde ödeneceği işletmedeki yönetim kurulunda verilecek karara bağlıdır (Türko, 2002). Bu duruma hakkın kesinliği denmektedir.

İşletmeye borç veren kişi ya da kurumlar, verdikleri borca dair anapara ve faiz ödemelerini vadesinde alamadıklarında kanuni yollara gidebilmeleri için hakları bulunmaktadır. Çünkü işletmeye borç verenlerin, taraflar daha önceden aralarında kararlaştırdıkları için, talepte bulunacakları haklarına dair tutarları bellidir. Lakin işletmenin temettü ödemelerinde dağıtacağı tutar işletmenin karlılığının yıllara göre göstereceği farklılıktan dolayı değişebilmektedir. Karın yıllara göre farklılık göstermesi ve işletme içerisinde hissedarlara temettü dağıtılmamasına yönelik karar verilmesi durumunda hissedarların kanuni yollara müracaat edebilme imkânı bulunmamaktadır. Bu durum talep miktarı olarak ifade edilmektedir.

4.2.3. İşletmenin Varlıkları Üzerindeki Talep Hakkı

Varlıklar üzerindeki talepte bulunabilme hakkı işletmenin tasfiyeye girmesi yani işletmenin varlıklarını ve borçlarını temizleyerek kendini ortadan kaldırması ile kapanma sürecine girmesi durumunda işletmenin bilançosunda yer alan varlıkları (Aktifleri) nakit hale getirilerek öncelikli olarak alacaklılara karşı olan borçları

ödenir. İşletmenin tüm borçları ödendikten sonra kalan miktar hissedarlar arasında paylaşılır.

4.2.4. İşletmenin Yönetimine Katılma Hakkı

İşletmeye borç veren kişi veya kuruluşlar ile borç alan kurum arasında yapılacak bir antlaşmada belirtilmesi durumunda borç verenler işletmenin faaliyetlerine dair alınacak kararlara katılma ve müdahale hakkında sahip olabilirler. Yönetime katılma ve müdahale hakkı öncelikli olarak işletmeye özkaynak yoluyla kaynak sağlayan ortaklara aittir. İşletme dışından borç verenler doğrudan bir şekilde yönetime katılıp müdahalede bulunamazlar. Ellerinde katılma intifa senetleri ile oy hakkı bulunmayan hisse senetlerine sahip olan hissedarlar işletmeye özkaynak sağlamalarına rağmen yönetime katılma hakkından mahrum olabilirler.

4.3. Borç ve Özkaynak Bileşimi

İşletmeler borçlanma şekillerini belirlemeden önce temel iki kaynak olan özkaynak ya da borç ile kaynak sağlamadan hangisini seçeceğini, borçlanmaya gitmesi durumunda borçlanmanın optimal noktasının ne olacağını belirlenmesini, borçlanma tercihi olarak özkaynağın seçilmesi ve bu durumda özkaynağın artırılması için oto finansman ya da sermaye artışı yolu gibi durumları önceden belirlemek zorundadır. Yukarıda ifade edilen sorulara verilecek cevaplar, işletmelerin finansal yapıları birbirleriyle kıyaslandığında birçok yönden farklılık göstermesine rağmen, birtakım başlıklar altında toplanabilmektedir (Akgüç, 1998).

Borç ve özkaynak oranı dengeli, uzun vadeli borçların ağırlığı fazla fakat kısa vadeli borçların ağırlığı az ise, özkaynağın içerisinde ödenmiş sermaye oranı fazla, dağıtılmamış karlar göreceli olarak düşük olduğunda,

Borç ve özkaynak oranı dengeli, işletmenin borçları temelde kısa vadeli olup uzun vadede borç oranı düşük olduğunda, ödenmiş sermayenin özkaynak içerisindeki ağırlığı az ve özkaynağın büyük bir kısmının dağıtılmamış karlardan oluşması durumunda,

Yükümlü olunan borçları kısa vadeli ve borç özkaynak oranı düşük seviyede gerçekleşmiş, işletmenin özkaynağı temelde dağıtılmamış karlardan oluşturulmuşsa,

Borçların büyük bir kısmı uzun vadeli, özkaynağı oluşturan diğer kalemler ile karşılaştırıldığında dağıtılmamış karların payının daha fazla olması ve borç ile özkaynak oranının yüksek çıkması halinde,

Özkaynağı genel itibariyle ödenmiş sermayeden oluşmuş olup, borçların vadesi kısa ve borç ile özkaynak oranının yüksek olması durumunda,

Özkaynak içerisinde dağıtılmamış karların payının diğer özkaynak bileşenlerine kıyasla daha yüksek bir seviyede olduğu, borçların vadesinin kısa süreli ve borç ile özkaynak oranının yüksek seviyede gerçekleşmesi,

Yukarıda sıralanan sermaye yapısı durumları işletmelerin en uygun sermaye yapısına sahip olma gayretlerinin ve bazı zorunlu durumların neticesinde ortaya çıkabilmektedir. Borç ve özkaynak oranında meydana gelebilecek değişikliklerin işletmenin sermaye maliyeti ile piyasadaki değerine dair herhangi bir etkide bulunup bulunmayacağı gibi durumlar mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır. İşletmelerin sermaye yapılarına dair en uygun bileşimi meydana getirme ve en uygun sermaye yapısına ulaşma çabaları öncelikle işletmenin hissedarlarının kazançlarını çoğaltmak ve işletmenin piyasadaki değerini artırmaktır. En uygun sermaye yapısına ulaşan bir işletme elde ettiği bu konum ile sermaye maliyetini minimize etmiş olup yapacağı yatırımlar ile yeni projeler için imkân sağlamış olacak böylelikle yeni gelir elde etme imkânını sağlayabilecektir (Türen, 1979).

Borç ya da özkaynak ile finansmanın çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Özkaynak yoluyla finansmanın avantajları:

İşletme özkaynak yöntemini seçmesi durumunda herhangi bir sabit ödeme zorunluluğu ile karşılaşmamaktadır. İşletmenin faaliyetlerinden kar elde etmemesi durumunda hisse yoluyla işletmeye ortak olan hissedarlara herhangi bir şekilde ödeme yapma zorunluluğu bulunmamaktadır.

Özkaynak finansmanı işletmelerin genellikle uzun dönemli sermaye ihtiyaçlarında tercih ettiği bir yöntem olarak görülmektedir (Müller and Zimmermann, 2009).

Özkaynak ile kaynak sağlanması durumunda elde edilen kaynağa dair şartları önceden belirlenmiş bir geri ödeme vadesi bulunmadığından tedarik edilen bu kaynak işletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere sürekli bir şekilde kullanıma açıktır.

İşletme hisse senedi ihraç ederek kaynak sağlama yoluna gitmesi işletmenin sermaye piyasasında değerinin tespitine imkân sağlayacağından işletmenin güvenilirliğinin artmasına yol açabilecektir. Bu durum işletmenin daha sonraki kaynak arayışlarında olumlu bir şekilde kendini gösterebilecektir. Hisse senedi ihracı ile kaynak sağlanması işletmedeki ortaklık payının belirli bir bedel karşılığında satışı olduğundan, işletmenin hissesine sahip olan bütün ortaklar işletmenin yönetiminde

oy hakkına sahip olabileceklerdir. Hisse senedi ihracı ile kaynak sağlanması işletmedeki oy hakkının genişlemesine neden olabileceğinden işletme kontrolünün elden çıkmasına da sebep olabilecektir (Sarıaslan ve Erol, 2008).

Özkaynak yolu ile finansman sağlandığında hissedarlara işletmenin yönetiminde belirli haklar sağlamakla birlikte hissedarlara büyüme, yatırım vb. önemli konularda karar sürecine katılma hakkı sağlanmaktadır (Ivashina and Kovner, 2011). Bu nedenden dolayı özkaynak sahibi olanlar genel kurul zamanlarında ya da özel durumlarda alınacak kararlar için oy kullanabilme hakkına sahip olabilmeleri birlikte alınması muhtemel kararlar kendi menfaatleri ile örtüşmediğinde veto hakkına sahip olabileceklerdir (Tykvová and Borell, 2012).

Hisse senedi satışı ile kaynak temin edilmesi borçlanma yolu ile kaynak temin edilmesine oranla daha uygun olabilmektedir. Tahvil ve hisse senetleri karşılaştırıldığında hisse senetlerinin enflasyona karşı daha koruyucu olmaları, temettü dağıtımı ve işletmede gerçekleştirilecek değer artışı sayesinde tahvillerden daha çok gelir sağlamalarından dolayı yatırımda bulunmak isteyenler hisse senetlerini seçebilmektedirler (Bolak, 1990). Enflasyona karşı daha koruyucu denilmesindeki kasıt, enflasyon oranında meydana gelecek olan artış sebebiyle işletmenin aktiflerinin reel değerleri yükselecek ve bu meydana gelen yükseliş yatırımda bulunmak isteyen kişi ya da kurumların hisse senetlerine olan taleplerini artıracaktır (Yaşar, 2006).

Hisse senedi ihracı ya da işletmeye ortak alınması işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği gelirin daha fazla hissedar arasında paylaşılmasına sebep olduğundan dolayı işletmede daha önceden var olan hissedarların gelirlerinin azalmasına neden olabilmektedir.

Yoğun bir oranda özkaynak kullanılması işletme yönetimini zora sokabilmektedir İşletme içerisinde hissedar sayısının az fakat her bir hissedarın sahip olduğu hisse miktarının yüksek miktarlarda olması, sermaye sağlayan her bir hissedarın kendi çıkarları doğrultusunda yatırım kararlarına destek vermelerine sebep olacaktır (Covas and Den Haan, 2011).

İşletmenin kaynak sağlamak amacıyla ihraç ettiği hisse senetlerinden dolayı oluşan maliyetler tahvil ihracı ile karşılaştırıldığında daha yüksek bir seviyede gerçekleşmektedir. Bundan dolayı, hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı yapacağı bu yatırımı tahvile kıyasla daha riskli bulduğu için ihraca aracılık

edecek kuruluşların isteyeceği komisyon miktarı hisse senedinden dolayı oluşan riski karşılamak maksadıyla daha yüksek oranda gerçekleşmektedir.

Tahvile dair oluşabilecek talep kimi zamanlarda hisse senedine oranla daha fazla olabilmektedir. Tasarruf bankaları, sigorta işletmeleri vb. kurumların sahip olduğu fonların riskleri daha az ve sabit bir getiri sağlayabildiği için tahvillere yönelik oluşacak talep hisse senedi piyasasının daralmasına neden olabilir.

Özkaynak ile dışarıdan sağlanan borçların maliyetleri birbirleriyle karşılaştırıldığında özkaynak maliyeti diğerine kıyasla daha yüksek olmaktadır. Bu maliyetin daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesinin temel nedeni riskin yüksekliğinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenden dolayı işletmeye hisse senetlerine sahip olma yoluyla ortak olanlar maruz kaldıkları riskin yüksekliğinden dolayı daha fazla oranda bir getiri beklentisi içerisine girerler. Bu durum da özkaynak maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek gerçekleşmesine neden olabilmektedir (Yaşar, 2006).

Borçlanma yoluyla kaynak temini denildiğinde ilk olarak banka kredileri, tahvil, finansman bonusu ihracı, ticari krediler olarak da adlandırılan işletmelerin birbirleriyle aralarında oluşan ticaretten dolayı oluşan ticari borçlar, leasing, türev araçlar ve hisse senediyle değiştirilebilir tahviller düşünülmektedir. İşletmeler bu sıralanan enstrümanlar aracılığı ile de finansman sağlanabilmektedir (Yaşar, 2006). Borçlanma yoluyla finansman sağlanması, işletmenin birtakım nedenlerden dolayı özkaynak sermayesine ulaşamadığı veya özkaynak sermayesini kullanmanın daha maliyetli olduğu zamanlarda tercih edilmektedir (Czarnitzki and Kraft, 2009). Borç yoluyla finansman sağlandığında işletmenin piyasa değeri, işletmenin iflas etmesinden doğacak marjinal beklenen zararın, borçlanma yolu ile elde edilecek marjinal fayda ile birbirlerine denk olacağı noktaya kadar artış gösterecektir (Covas and Den Haan, 2012). İşletmeler belli durumlarda borç yoluyla finansmanı özkaynak ile finansman sağlamaya kıyasla daha çok tercih etmektedirler. Verilecek tercih, işletmenin içerisinde bulunduğu sektöre, genel ekonomik ortama ve işletmenin kendi finansal yapısına göre değişebilmektedir. İfade edilen bu şartlardan dolayı her koşulda geçerli olabilecek bir tercih yaklaşımı iddia etmek mümkün olmamaktadır. İşletmeler yabancı veya bir dış kaynak tedarik ettikleri zaman faaliyetlerinden kar elde edip etmediklerine bakmaksızın borcun anaparasından dolayı oluşan faizi ödemekle yükümlüdürler. Alınan borç iki tarafın karşılıklı bir antlaşma sonucu aralarında belirledikleri vade sonunda ödenmek zorundadır. Bununla birlikte borç yoluyla kaynak sağlamanın birtakım avantajları da bulunmaktadır. Alınan borcun

işletmeye olan maliyeti sınırlıdır ve belirlidir. İşletmenin faaliyetlerinde gösterdiği başarının bir sonucu olan kara katılma hakkı işletmeye borç verenler için bir hak değildir. Özkaynak ya da borç ile kaynak temininin maliyetleri karşılaştırıldığında borcun maliyeti özkaynağa kıyasla daha düşüktür. Alınacak borç ile özkaynağın karlılığı artırılabilir. Tedarik edilen borca karşılık olarak ödemekle yükümlü olunan faiz ödemeleri vergiden mahsup edilebilir. İşletmenin sahip ya da hissedarları borç yoluyla kaynak temin ettikleri zaman işletme üzerinde sahip oldukları kontrol haklarını borç verenler ile paylaşmak zorunda kalmazlar (Bolak, 1990). Diğer bir bakış açısı ile değerlendirildiğinde, özellikle piyasaya yeni giriş yapmış işletmelerin büyüme sürecinde muhtemel yatırımların dış kaynaklı bir borçlanma yöntemiyle finanse edilmesi ve bu şekilde sürdürülmesi bu işletmelerin büyüme sürecinde sıkıntı yaratabilmektedir (Carpentier, L'Her and Suret, 2012).

İşletmelerin borçlanma yoluyla kaynak temin etmelerinde aldıkları borcun miktarı ile ödeme zamanını belirleyen en önemli ölçülerden birisi de piyasadaki faiz oranlarıdır (Cassar, 2011). Piyasadaki faiz oranlarının yüksek seviyede seyretmesi borcun vadesinden ayrı olarak işletmelerin borç yoluyla kaynak tedariki yerine özkaynak yoluyla kaynak temini sağlamalarına sebep olmaktadır (Warusawitharana and Whited, 2016). Borçlanma yoluyla kaynak temin edilip gerçekleştirilmeye başlanan bir yatırım projesinde yatırımı finanse etmedeki süre ve yatırımda kullanılmak amacıyla elde edilen kredinin vadesi uzadıkça hali hazırda devam eden yatırımın sonuçları daha az tahmin edilebilmekte ve işletmenin tedarik ettiği borcu geri ödeyip ödeyememesi daha az bilinir olmaktadır (Ashta, 2009). Bu nedenlerden dolayı kaynak sağlayan kurumlar piyasadaki yüksek faiz oranından dolayı oluşan riske karşı kendisini güvenceye alabilmek için uzun süreli yatırımlarda kullanılmak üzere vereceği borçlarda daha yüksek bir faiz talebinde bulunacaktır. Mevcut ekonomik sistemdeki belirsizliğin ve risklerin artmasına paralel olarak piyasadaki faiz oranları da artarak işletmelerin büyüme amaçlı kullanacağı uzun vadeli yatırımlar için gereken krediler sağlanamayacak ve işletmelerin büyümeleri desteklenemeyecektir (Delis and Kouretas, 2011).

Borçlanma yoluyla kaynak sağlayan işletmeler için aldıkları borcun geri ödenmesinde koşullar diğer yollara kıyasla daha ağır olsa da borçlanma yoluyla kaynak temin elde etmenin maliyeti işletmelerin birçoğu için daha çoğu zaman daha tercih edilir olmaktadır (Czarnitzki and Kraft, 2009). Daha önceden de ifade edildiği

üzere özellikle hissedar ilişkilerinin karmaşık bir yapıda seyrettiği işletmelerde borçlanma yoluyla kaynak temini daha çok tercih edilmektedir.

Borçlanma yoluyla kaynak teminine ilişkin yukarıda ifade edilen bilgilere ek olarak işletmelerin borçlanma yoluyla faaliyetlerinin finansmanını sağlamalarının daha düşük maliyetlere sebep olduğu iddia edilmektedir (Huang, Ritter and Zhang, 2016). Bunun sebebi ise işletmeye özkaynak sağlayan yatırımcı kişi ya da kuruluşların, işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği karlılığının belirli bir düzeye gelmesini bekledikten sonra işletmeye sermaye sağlamaya başlayacak olmasındandır. İşletmeye sermaye aktarımının belirli bir karlılık düzeyinden sonra gerçekleşmesinin hissedarlar tarafından beklenmesi ve temettü dağıtımının gerçekleşip gerçekleşmeyeceğine dair oluşan güvensizlik sermaye koyulmamasına sebep olmaktadır. Buna ek olarak işletmenin faaliyetlerinden elde edeceği gelir ve bu gelire bağlı karın yüksek olmasının vergi düştükten sonraki karın pozitif olması için gerekli bir koşul olması işletme bakımından maliyete yol açacak ve bu durum işletmenin uzun yıllar boyunca faaliyet gösterdiği sektör içerisinde kalmasına neden olabilecektir (De Mooij, 2012). İşletmenin vergi düştükten sonra oluşacak net gelirinin pozitif olması yeterli olmamakla birlikte hissedarlarına temettü dağıtacak ve yapacağı yatırımlar için ayırabileceği yeterli miktarda fon ayırması için yeterli seviyede kazanması da zorunlu olacaktır. İşletmelerin borçlanma yoluyla kaynak tedariklerinde karşılık olarak yeterli miktarda teminat göstermeleri halinde borçlanma finansmanı sürecinde oluşacak tek maliyetleri aldıkları kredi için ödeyecekleri ara faiz ödemeleri olacaktır (Bekaert, Engstorm and Xing, 2009).

Sonuç olarak, özkaynak kullanımı yolu ile kaynak temini ve borç yoluyla kaynak temini kullanıldıkları yer ve kullanım metotları açısından birbirlerinden çok farklı olmasalar da faaliyet göstereceği sektöre henüz yeni dâhil olmuş ve küçük ölçekli işletmeler bakımından borçlanma yoluyla kaynak temini özkaynağa kıyasla erişim kolaylığı nedeniyle daha yüksek bir oranda tercih edilebilmektedir (Berger and Schaeck, 2011). Lakin borçlanma yoluyla kaynak temininin daha önceden ifade edildiği üzere faiz riskine karşı daha korumasız olması işletmeleri içerisinde buldukları ekonomik ortamın koşullarına karşı daha hassas kılmaktadır (Bekaert et al., 2009).

4.4. Sermaye Yapısı-Kaldıraç ve Risk Kavramları Arasındaki İlişkiler

4.4.1. Kaldıraç ve Risk

Bir işletmedeki özkaynağı oluşturan hissedarların menfaatlerini temsil eden finansal yönetim fonksiyonu, uzun vadeli finansman seçenekleri içerisinde özkaynağı oluşturan hissedarların yapmış ve yapacak oldukları yatırımlarından elde edecekleri getiriyi maksimum düzeye taşıyacak karlılık ve risk unsurlarının bir arada yer aldığı yapıyı incelemek ve temin etmekle sorumludur. İşletmedeki finansal yönetim fonksiyonu sermaye yapısı politikasını oluştururken belirli bir oranda riske maruz kalmayı da hesaba katarak özkaynağın karlılığını çoklayacak şekilde belirlenmelidir (Kolb, 1983).

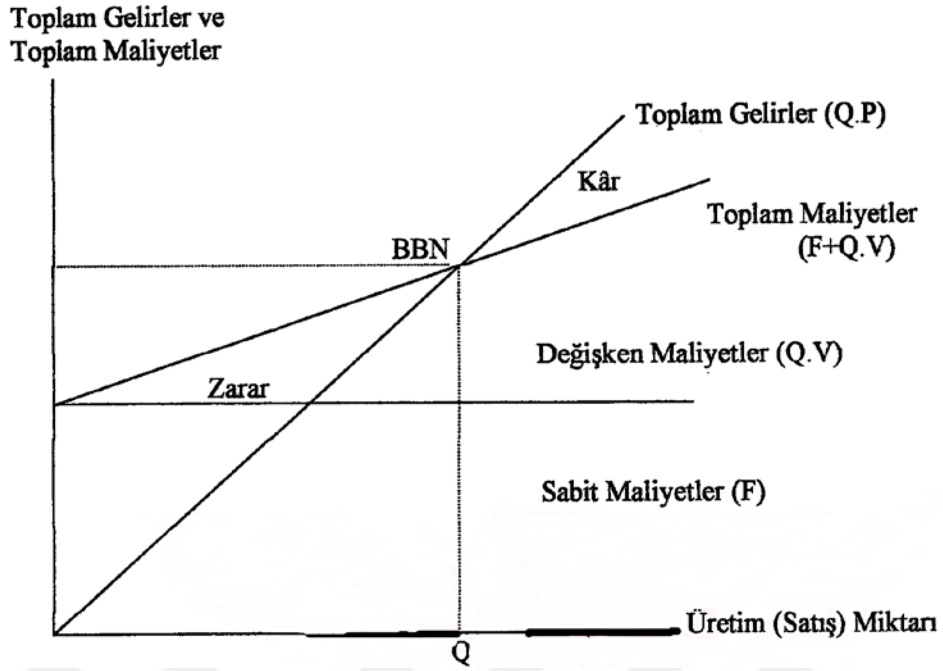
Bir işletmedeki risk ve karlılık bileşimi üzerinde büyük oranda etkili olan ana faktörlerden ilki işletmenin sermaye yoğunluğudur. Bir diğer etkili olan etmen ise işletmenin sermaye yapısını oluştururken yabancı kaynak yani borç ya da özkaynakdan hangisine ne ölçüde ağırlık ve önem verdiğidir. Kaldıraç ile ifade edilen kavram işletmenin finansal yönetiminde kullandığı ve sermaye yapısını oluştururken kullandığı bir araçtır. Bu kaldıraçlardan ilk olanı işletmenin sermaye yapısı ile ilgili olan faaliyet kaldırıcı, finansal yapıyı ortaya koyan finansal kaldıraç ve son olarak da faaliyet ve finansal kaldırıcının etkisini aynı anda ve birlikte gösteren birleşik kaldıraçtır (Uyanık, 1993). İşletmedeki özkaynak sahiplerinin maruz kaldığı risk unsuru, satış miktarındaki oynamalar, faaliyetlerine dair oluşan risk, sermaye yapısı içerisinde oluşan sabit giderlerin mevcut olması ile sorumlu olunan finansal riskin bir sonucudur. İşletmeler sermaye yapılarına dair politikaları oluşturmadan önce faaliyetlerine dair riski tahmin etmelidirler. Faaliyetlere dair riskin yüksek olarak gerçekleştiği durumlarda sermaye bileşimi içerisinde dış kaynak yani borç ve imtiyazlı hisse senedi az miktarda yer alır ya da hiçbir surette içermez. Bununla birlikte faaliyet riskinin düşük olarak gerçekleştiği durumlarda ise sermaye yapısı içerisinde işletmeye yüklü miktarda sabit giderler oluşturan borç kullanımını işletme için uygun olabilmektedir (Kolb, 1983).

4.4.2. Başabaş Noktası Analizleri

İşletme yönetimleri faaliyetlerine ilişkin karar verirken hangi seviyede karlılığın yakalanabileceğini diğer bir ifade ile belirtmek gerekirse başabaş noktasının ne olduğunu bilmek istemektedirler. Başabaş noktası kavramı, işletmenin

faaliyetlerinden elde ettiği gelir ile faaliyetleri sonucunda oluşan maliyetlerin birbirine eşit olduğu noktayı ifade etmektedir (Akdoğan ve Tenker, 2001). Diğer bir anlatımla başabaş noktası işletmenin faaliyetleri sonucunda kar elde etmeye geçtiği noktayı ifade eder ve bu noktada işletmenin karlılığı sıfırdır. İşletme başabaş noktasını aşmaya başladığı andan itibaren kar elde etmeye başlamaktadır. İşletmeler başabaş noktasının önemini zarar elde etmemek amacıyla ne kadar üretmesini bilmek istedikleri zaman kavramaktadırlar. Böylelikle kara geçeceği noktayı bilen işletmeler hangi miktarda üretim yapması gerektiğini bilecek ve planlamalarını da bu yönde yapacaklardır.

Önceden ifade edildiği üzere başabaş noktasında karlılık sıfır olmaktadır. Bu nokta işletmenin toplam gelir ve toplam maliyetlerinin birbirlerine eşit olduğu diğer bir ifadeyle faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin faaliyetlerine dair yaptığı giderlere eşit olduğu noktayı ifade etmektedir (Hawes, D'Amico and Baker, 1995). İşletmenin elde ettiği toplam gelirden toplam maliyetleri yani toplam değişken maliyetler ile toplam sabit maliyetler çıkarıldığında elde edilen kar rakamı bulunmaktadır. Bu halde, karlılığa dair rakamın sıfır olduğu nokta başabaş noktasını ifade etmektedir (Boles and Fleming, 1996; Jovanovic, 1999). İşletmenin toplam maliyetleri sabit ve değişken maliyetlerini kapsamaktadır. İşletmenin var olduğu sürece devamlılığı olan ve yapılan üretim ile satıştan bağımsız olarak işletmenin yükümlü olduğu maliyetleri içermektedir. Değişken maliyetler ise faaliyetler ile direkt olarak bağlantılı olan ve üretim ve satış miktarlarının azalıp artmasıyla doğru orantılı olarak değişen maliyetlerdir. Buna örnek olarak direkt işçilik maliyetleri gösterilebilir (Altuğ, 1996). Satış gelirleri ise işletmenin içerisinde bulunduğu faaliyet döneminde sattığı her bir birim mal miktarı ile satılan mala ait birim fiyatın çarpımı sonucunda oluşan toplam rakamı ifade etmektedir.



Şekil 4. 4. 2. 1: Doğrusal Olarak Başabaş (Kara Geçiş) Noktası Grafiği (Kolb, 1983, p.151)

Başabaş noktasını hesaplamak amacıyla aşağıda yer alan formül kullanılmaktadır.

Maliyetler=Satışlar

Q=Başabaş Noktasındaki Üretim Miktarı

$F + VQ = PQ$

P=Birim Başına Satış Fiyatı

$Q_{BBN} = F/P - V$

V=Birim Başına Değişken Maliyetler

F=Sabit Maliyetler

4.4.3. Faaliyet Kaldırıcı ve İşletme Riski

Faaliyet kaldırıcı işletmenin faaliyetlerine dair oluşabilecek riski ölçmenin yollarından biridir (Weston and Copeland, 1992). Faaliyet kaldırıcı işletmelerin sahip olduğu sabit giderler neticesinde ortaya çıkmaktadır. Faaliyet kaldırıcının bir işletme içerisinde söz konusu olabilmesi için büyük giderlerinin değişken gider türünde olmaması gerekmektedir. Faaliyet kaldırıcı, işletmede kısa dönemli sürelerde giderlerin sabit ve değişken gider olmak üzere ikiye ayrılabilirdiği durumlarda geçerli olabilmektedir (Konuralp, 2001). Faaliyet kaldırıcına ek olarak faaliyet kaldırıcı derecesi de işletmelerin satış miktarındaki belirli bir orandaki yüzdelik değişimin işletmelerin karlarında meydana getirdiği yüzdelik değişim olarak ifade edilebilmektedir (Gönenli, 1988). Faaliyet kaldırıcının yüksek

görüldüğü işletmeler sabit giderleri büyük olan alanlarda çalışan işletmelerdir. Faaliyet kaldıracı, işletmelerdeki değişken ve sabit giderlerden dolayı oluşan maliyet yapılarının işletmelerin elde ettiği karlılıkları üzerindeki etkisini belirlemektedir. İşletmelerin sabit giderleri yüksek ise satış hacmindeki en ufak bir düşüklük bile işletmelerin faaliyetlerinden elde ettikleri karda veya faiz ve vergi öncesi karlılıklarında yüksek oranda düşümlere sebep olabilmektedir. Bundan dolayı diğer faktörler aynı kalmak koşuluyla sabit giderler bir işletme içerisinde ne kadar yüksek ise işletmenin sahip olduğu riskte o derece yüksek olmaktadır. Sabit maliyetlerin yüksek olarak gerçekleştiği işletmeler seri üretimin yoğun olarak gerçekleştiği ve insan emeğinin daha az yer aldığı sermaye yoğun işletmelerde ve sektörlerde görülmektedir (Brigham, 1996).

Faaliyet kaldıracı, maliyetlerin hangi yüzdede sabit ve değişken olduğunu ifade etmektedir. Yüksek düzeyde faaliyet kaldıracına sahip olan işletmeler diğer işletmeler ile kıyaslandığında düşük miktarda sabit gideri olan işletmelerden daha yüksek satış miktarına ulaştıklarında toplam giderlerini karşılıyor olacaklardır. Lakin başabaş noktasına ulaştıktan sonraki satış seviyelerinde daha yüksek oranda karlılığa ulaşabileceklerdir. Kaldıraç etkisinden dolayı satışlar azaldığında karlılıkta daha yüksek bir oranda azalacaktır. İşletmeler yüksek faaliyet kaldıracına sahip oldukları zaman satışlarında meydana gelebilecek değişikliklerin karlılıklarında meydana getirebileceği daha yüksek orandaki değişimden dolayı ortaya çıkabilecek riski daha fazla artırmamak için finansal kaldıraç seviyelerini düşük tutabilmektedir. Faaliyet riski işletmelerin net faaliyet gelirinin değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Buna sebep ise işletmenin içerisinde yer aldığı mevcut ekonomik ortamda meydana gelen değişikliklerin, rekabetin gelişmesi ve artmasının, teknolojide meydana gelen değişimlerin vb. faktörlerin satış hacmine yaptığı değişikliklerden kaynaklanmaktadır. İşletmeler faaliyet kaldıracı vasıtasıyla satış hacimlerinde meydana gelebilecek muhtemel değişikliklerin net faaliyet gelirleri üzerindeki etkilerini büyütebilmektedir (Kolb, 1983).

İşletmelerin faaliyet riskleri gösterdikleri faaliyetlerin özelliklerinden kaynaklanan bir unsur olduğundan oluşturacakları sermaye yapısı politikaları da işletmenin faaliyetlerine dair özellikler ile örtüşmelidir. Bundaki temel sebep ise işletmenin yaratmakla yükümlü olduğu nakit akımlarının büyük oranda işletmenin faaliyetleri sonucunda meydana gelmesidir. Faaliyet riskine dair yapılacak bir analizin ilk adımı gelecek dönemdeki satış hacmine dair değişkenliklerin

tanımlanıyor olmasıdır. İkinci adım olarak ise satış hacminde meydana gelebilecek oynamaların net faaliyet geliri üzerindeki yansımalarının belirlenmesidir. Faaliyet kaldıraç analizinin yapılması, değişik satış hacimlerinde faaliyet kaldıraç derecesi, başabaş noktası, faaliyet riski ve bunlarla ilgili maliyetleri değerlendirme imkânını da sağlamaktadır (Kurcan-Kınay, 2001). Faaliyet kaldıraç derecesi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Woelfel, 1994).

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Karda Yüzde Değişim}}{\text{Satışlardaki Yüzde Değişim}}$$

Faaliyet kaldıraç derecesi yukarıdaki formülün yanı sıra aşağıdaki şekilde de gösterilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005).

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = 1 + \frac{\text{Sabit İşletme Maliyetleri}}{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}$$

İşletmelerde faaliyet kaldıraçının derecesi birden büyük olduğu müddetçe işletmenin faiz ve vergi öncesi karında pozitif bir değişim oluşacaktır. İşletmenin sabit giderlerine ilişkin maliyetlerinin bulunması, işletmenin satışlarındaki değişime karşı faiz ve öncesi kardaki değişmeyi ve işletmenin satışlarındaki başabaş noktasını artırıcı bir etkide bulunmaktadır (Bowlin, Martin and Scott, 1990).

4.4.4. Finansal Kaldıraç ve Finansal Risk

Finansal kaldıraç kavramı, işletmenin borçlanma yoluyla oluşturduğu sermayesi veya sermaye yapısı içerisinde borç kısmı olarak tanımlanabilmektedir (Myers, 1977). Finansal kaldıraç aynı zamanda işletmelerin oluşturmuş oldukları sermaye yapıları içerisinde kullanıyor oldukları borç yüzdesini ifade etmektedir. Bir işletmenin hiçbir surette borcunun olmaması aynı zamanda finansal kaldıraçının olmadığını da göstermektedir. Finansal kaldıraç, işletmenin toplam borcunun defter yani muhasebe değeri ile toplam aktiflerinin defter değerlerinin birbirine oranı olup aynı zamanda borcun piyasa değeri ile işletmelerin piyasadaki toplam değerlerinin birbirine oranlanması olarak da hesaplanabilmektedir. İşletmenin toplam değeri ile ifade edilmek istenen finansal yapısını oluşturan tüm öğelerin piyasadaki toplam değeri olduğudur (Weston and Copeland, 1992). Finansal kaldıraç oranı işletmelerin faaliyet kaldıraçından sonra işletmenin gelirleri ve satış hacmindeki değişiminin hisse başına elde edilen geliri üzerinde etkili olmasında daha fazla etkili olmaktadır. Etkili olmadaki bu önem sıralamasından dolayı finansal kaldıraç kavramı aynı zamanda ikinci safha kaldıraç olarak da adlandırılmaktadır. İşletmeler, gösterdikleri faaliyetlerinin doğasında yer alan bir riske sahiptirler. Bunun sebebi ise işletmenin

varlıklarından elde edeceği karlılığın net olarak bilinmesindeki belirsizliğinden kaynaklanan faaliyet riskidir. Şayet bir işletme finansal kaldıraç kullanıyorsa daha önceden maruz kaldığı faaliyet riskine ek olarak aynı zamanda finansal riski de üstlenir. Hissedarların ek olarak yüklenmek zorunda oldukları risk de bu finansal kaldıraç kullanmanın doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Brigham, 1996).

Finansal kaldıraç kavramı aynı zamanda işletmelerin faaliyet döngüsüne karşı olan hassaslıklarını ölçmede kullanılan bir unsurdur. Yukarıda da ifade edildiği üzere işletmelerin sermaye yapılarını oluştururken kullandığı kaynaklarının bir bölümünü dışarıdan tedarik etmelerinin neticesinde ortaya çıkmaktadır. İşletmeler dış kaynak kullanmanın sonucu olarak bir faiz ödemesine yani faiz maliyetine katlanmak zorundadırlar. Nasıl sabit maliyetler faaliyet kaldırıcında bir rol üstleniyorsa finansal kaldıraç'ta aynı şekilde bu rolü faiz maliyetleri üstlenmektedir. Finansal kaldıraç, pay başı kar ile işletmenin net karı ve faaliyet karı arasındaki bağı yansıtmaktadır (Özbilgin, 2011).

Finansal kaldırıcın söz konusu olduğu işletmelerdeki faiz ve vergi öncesi karda oluşan değişiklikler işletmenin hisse başına elde ettiği gelirlerinde de daha fazla oranda değişikliğe sebep olmaktadır. Bu işletmelerin hisse başına elde ettikleri gelirleri yukarıda ifade edildiği üzere faiz ve vergi öncesi karlarında meydana gelebilecek artış ya da azalmalara karşı daha hassas olmaktadır. Şayet bir işletme finansal kaldıraç kullanıyorsa ve faiz ile vergi öncesi karında bir azalma meydana geliyorsa, pay sahipleri faiz ve vergi öncesi karlarındaki nispi azalışlarından daha fazla olan hisse başına kazançta meydana gelen negatif değişimlere katlanmak zorunda kalırlar (Keown, Martin and Petty, 2008). İşletmelerin finansal kaldıraç kullanmadığı durumlarda faiz ile vergi öncesi karlılıklarında meydana gelebilecek yüzdesel değişim ile hisse başına kazançlarında meydana gelebilecek yüzdesel değişim birbirlerine eşit olacaktır. Bu durumun gerçekleşmesi durumunda finansal kaldıraç derecesi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Kolb and Rodriguez, 1996).

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Hisse Başına Kazançtaki Yüzdellik Değişim}}{\text{Faiz ile Vergi Öncesi Kardaki Yüzdellik Değişim}} = 1$$

Faiz giderleri yani borç seviyesi yüksek olan işletmelerin daha önceden de belirtildiği üzere faiz ve vergi öncesi karlarındaki oluşabilecek bir artış, pay başına olan karlarında da daha yüksek bir seviyede artışa yol açacaktır. O halde borç yoluyla finansman yoluna gidilmesi durumunda işletmelerdeki hissedarlar daha çok

kazanç elde edebilirler. Bu durum borcun kaldıraç etkisi olarak ifade edilmektedir. Lakin hissedarların daha çok kazanç elde etmesi durumu ters yönde de oluşabilmektedir. Tersisi durumun oluşmasına ise, işletmelerin faiz ve vergi öncesi kazançlarında meydana gelebilecek azalış durumunda büyük oranda borç kullanan bu işletmelerin pay başına karlarında da azalma meydana gelebilecektir. Azalış ve artışların pay başına kazançta meydana getirdiği bu değişimlere kısaca finansal risk denilmektedir. İşletmelerin belirli bir faiz ile vergi öncesi kar seviyelerine göre borçlarından dolayı oluşmuş finansal risk kavramı da yukarıda formülü verilen finansal kaldıraç derecesi ile hesaplanmaktadır (Özbilgin, 2011).

Faaliyetlerinden elde ettikleri karlar aynı seviyede olmasına rağmen finansal yapıları farklı olan işletmelerde faiz maliyetleri ve hisse adetlerinin farklılık göstermesinden dolayı işletmelerin elde ettiği kar, hisse başı kar ile özkaynaklarından elde ettikleri karlılıklarda farklı oranlarda gerçekleşecektir. Şayet bir işletme finansmanını sadece özkaynak ile sağlıyorsa bu işletmenin toplam aktifleri ile özkaynağı birbirine eşit olacağı için özkaynağın karlılığı işletmenin faiz ve vergi öncesi kar/toplam varlıklar formülünden elde edilen kazanç gücüne denk olacaktır. Bununla birlikte işletmenin aktiflerinden dolayı oluşacak risk ile özkaynakdan dolayı oluşması muhtemel risk arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Bu durumun değişmesi ise işletmenin özkaynak yerine finansmanını borç yoluyla sağlaması durumunda gerçekleşir. Borca daha çok ağırlık veren işletmelerde özkaynakdan elde edilecek karlılık ile işletmenin kazanç gücü arasında farklılıklar da oluşmaya başlar. İşletmenin borçlandıkça özkaynağından elde ettiği karlılığın artması, işletmenin kazanç gücünün borcun maliyetinden daha fazla gerçekleştiği hallerde geçerli olmaktadır. Bunun tersi olarak da kazanç gücünün borcunun maliyetinden daha az olduğu durumlarda özkaynağından elde edeceği karlılığında azalış meydana gelecektir (Uyanık, 1993).

Ekonomik istikrarın sürdüğü dönemlerde işletmeler daha çok borçlanma yoluna giderek özkaynaklarından elde etmeyi umdukları karlılıklarını çoğaltma yoluna seçmektedirler. Bunun tersi olarak istikrarın mevcut olmadığı zamanlarda ise işletmelerin borçlanma miktarlarında artış meydana gelmesi zaten muhtemel olan risk unsurunu da artıracığından yeni pay senedi ihracı ile oluşabilecek riskin daha çok hissedara transferi gerçekleşecektir. Ekonomik krizin olduğu dönemlerde zarar edilmesi durumunda hem borcun hem de borca ait olan faiz ödemelerinin yapılması zorunludur. Zarar edilen dönemlerde vergi kalemi oluşmayacağından dolayı faiz

ödemelerini indirip faizden dolayı oluşan yükün azaltılmasına imkân verecek bir hal bulunmayacaktır. Lakin kar elde edildiği durumlarda tedarik ettikleri borca dair olan faiz ödemelerini vergi kaleminden düşebildikleri için oluşan faiz yükleri ödenen vergi oranında azalmış olacaktır. Belirtilen bu şartlardan dolayı işletmeler özkaynak karlılıklarını artırmak amacıyla mümkün olduğunca istikrarın mevcut olduğu ve karlılık sağlayacaklarına emin oldukları zamanlarda uzun süreli borçlanma yoluna gitmeyi tercih etmektedirler (Ertürk, 1995). Finansal kaldıraç konusuna dair yapılan literatür çalışmalarında, faaliyetlerinden elde ettikleri gelirleri yüksek seviyede oynaklık gösteren işletmeler ile ölçek bakımından küçük boyutlu işletmelerin daha düşük seviyede finansal kaldıraç kullandıkları tespit edilmiştir. Buna neden olan ana etken ise finansal sıkıntıya daha kolay ve çabuk yakalanmaları ve belirtildiği üzere ekonomik istikrarın olmadığı durumlardan daha fazla etkilenmeleridir (Johnson, 1998). Çünkü ekonomide gerilemenin yaşanacağı durumlarda oluşacak finansal riskin işletmelerin üzerine olan yansıması diğer dönemlere göre çok daha ağır olacaktır. Bu yüzden, işletmeler faaliyetlerinden elde edecekleri getiri ile oluşacak risk unsuru arasında optimal bir dengeyi sağlayabilecekleri bir sermaye bileşimi yaratmalıdırlar (Okka, 2006).

4.4.5. Birleşik Kaldıraç

Birleşik kaldıraç kavramı işletmenin sahip olduğu toplam riskiyle ilişkili olan bir kavramdır. Birleşik kaldıraç, faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıracı bünyesinde barındırmakla birlikte işletmelerin satış hacimlerindeki değişimler ile pay senedi başına elde ettiği karlılık arasındaki ilişkiyi gösteren bir kavramdır (Ercan ve Ban, 2005). İfade edildiği üzere birleşik kaldıraç kavramı, işletmelerdeki finansal ve faaliyet kaldıraçlarının etkilerini beraber ele almaktadır. Birlikte ele almasının bir sonucu olarak satışlardaki yüzdesel değişimlerin işletmelerin pay başına elde ettiği karlarında meydana getirdiği yüzdesel değişim olarak ifade edilmektedir. Buna ek olarak, işletmeler kayda değer bir oranda finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıracını kullanıyorlarsa satışlarında meydana gelebilecek en küçük bir değişim bile pay başına elde edebileceği kazançlarında büyük değişikliklere sebebiyet verecektir (Uyanık, 1993).

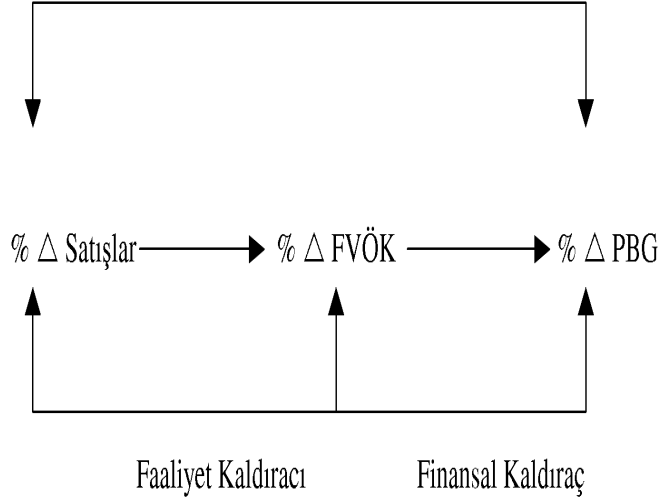
Finansal kaldıraç ile faaliyet kaldıracının gösterdiği ayrı ayrı etkiyi birlikte ele alarak toplamda gösteren birleşik kaldıraç aşağıdaki gösterildiği üzere formüle edilmiştir (Alpugan, Oktav, Üner ve Demir, 1997).

Birleşik Kaldıraç = Faaliyet Kaldıraç Derecesi × Finansal Kaldıraç Derecesi

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK'deki Yüzdellik Değişim}}{\text{Satışlardaki Yüzdellik Değişim}} \times \frac{\text{Net Gelirdeki Değişim}}{\text{FVÖK'deki Yüzdellik Değişim}}$$

İşletmeler finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıraçını değişik şekillerde kullanabilmektedir. İşletmeler kullanmakta olduğu bu finansal kaldıraçlar arasında bir denge kurabilirler. Bir işletme şayet yüksek bir faaliyet derecesi kaldıraçına sahip ise büyük ihtimalle daha düşük bir finansal kaldıraç kullanıyor olabilir. Buna ek olarak, işletmenin kullandığı faaliyet kaldıraç derecesi çok yüksek ise daha düşük bir finansal kaldıraç derecesi kullanıyor olması işletmenin birleşik kaldıraç derecesini diğer işletmelerde olduğu gibi düşürmeyebilir (Weston and Copeland, 1992). Gerçekleştirdiği satışlarında büyük değişimler meydana gelme ihtimali yüksek olan işletmeler, finansman yapılarını sağlarken daha az dış kaynak diğer bir ifadeyle yabancı kaynak kullanmaları durumunda işletme bünyesindeki finansal kaldıraçtan dolayı kaynaklanan etkiyi yani riski minimize edebilirler. Bunun tersi olarak faaliyetlerine dair riski az seviyede olan ve satışları daha kararlı olup az dalgalanma gösteren işletmeler ise finansman yapılarını oluştururken daha yüksek oranda dış kaynak kullanabilirler. İşletmelerin bünyelerindeki karşılayabileceği risk, toplam risk ile karlılıkları arasında mutlaka bir denge kurmak suretiyle karşılanabilmektedir. Hem finansal hem de faaliyet kaldıraç yüksek seviyede olan işletmeler içerisinde yer aldıkları mevcut ekonomik sistem ya da faaliyet gösterdikleri sektördeki en ufak bir negatif durumdan diğer işletmelere nazaran çok daha çabuk etkilenebilmektedirler (Akgüç, 1998). İşletmenin etkin bir finansal yönetim sağlamasındaki temel amaçta yukarıda anlatılanlara paralel olarak faaliyet ve finansal kaldıraçlar ile kontrolü sağlayarak toplam riski kontrol altına almak ve ortakların yararlarını yüksek seviyede tutmayı korumaktır. Etkin bir finansal yönetimin diğer amacı ise işletmedeki toplam sermaye maliyetini minimum seviyede tutmaktır. İfade edilen iki ana amaç tamamen tutarlıdır (Kolb, 1983). İşletmelerde hem faaliyet kaldıraçının hem de finansal kaldıraçın kullanıldığı zaman birleşik kaldıraçının artacağını dolayısıyla faaliyet riski ile finansal riskinin de artacağını bilen bir finans yöneticisi işletmenin risk seviyesini sürekli olarak kontrol altında tutabilmek amacıyla kaldıraç kullanımına dair politikaları değiştirebilmektedir (Kolb and Rodriguez, 1996).

İşletmeler faaliyet kaldıracı ile finansal kaldıracı birlikte kullandıkları zaman satışlarında meydana gelen yüzdelerik değışimin hisse başına kazançtaki yüzdelerik değışime olan etkisi aşağıdaki grafik vasıtasıyla ifade edilmiştir.



Şekil 4. 4. 5. 1: Birleşik Kaldıraç ve Hisse Başına Gelirdeki Değişim (Bowlin et al., 1990, p.334)

İşletmeleri birleşik kaldıraç derecesini belirlerken hisse başına gelirin yanı sıra aşağıda ifade edilen durumları da göz önünde bulundurmalarıdır (Berk, 2007).

Bu durumlar:

- a) **Risk:** Yüksek seviyede bir finansal kaldıraç kullanımı gerçekleştiren işletmeler sabit giderlerini karşılayamama ve faaliyetlerini sürdürmemeye riski ile yüzleşebilmektedirler.
- b) **Esneklik:** Bir işletme tedarik ettiği bir krediye dair bütün limitlerini tamamıyla kullanmak yerine ilerideki dönemlerde kullanabilme ihtimalinden dolayı sürekli bir borç kapasitesi bulundurmalıdır. İşletmenin kendisine tahsis edilen bütün kredi limitlerini sonuna kadar kullanmaması hem finansal esnekliğini korumak hem de daha sonra faiz oranlarında meydana gelmesi muhtemel bir düşme durumunda aldıkları yüksek faizli kredileri düşük faiz oranlı krediler ile yeniden yapılandırma imkânına sahip olmak istemesindedir.
- c) **Zamanlama:** İşletmeler menkul kıymet ihraç edecekleri zaman bunun zaman ayarlamasını çok iyi bir şekilde hesaplamalıdır. Menkul kıymetin ihraç zamanının hesaplaması en uygun sermaye yapısına dair

kararı vermiş olsalar bile geçerlidir. İşletmelerin bu zaman ayarlamasını temelde iki nedenden dolayı yapması gerekmektedir. Birincisi gerçekleştireceği yatırımlar için lazım olan nakit çıkışlarını karşılamak için yapacağı menkul değer ihracında herhangi bir gecikme yaşamamalıdır. İkinci olarak, ihraç edilecek olan menkul değerlerin para ile sermaye piyasalarındaki gelişmelerin göz önünde bulundurarak uygun şartlar altında ihracının yapılması gerekmektedir.

d) Kontrol: İşletmenin hissedarlarının yöneticiler üzerinde gerçekleştirdikleri faaliyetlerinden dolayı bir kontrol yetkisi bulunmaktadır. Bunun tersi olarak işletmeye borç veren kişi ya da kurumlarda ise bu kontrol yetkisi sınırlıdır. Yöneticilerin kararlarında bu yetkinin varlığı bir etkiye sebep olduğundan dolayı menkul değer ihraç edileceği zaman kontrol yetkisi göz önünde bulundurulmalıdır.

İşletmeler, birleşik kaldıraç risk ile hisse başına kazanç üzerindeki etkisinin nasıl bir yansımaya sebep olacağını ölçerek uygun bir borç/özkaynak bileşimi ortaya çıkarmalıdır. Yukarıda ifade edildiği şekilde işletmelerin satış hacimleri giderek artıyorsa ve karlılıklarında da bir çoğalma meydana geliyorsa işletmelerin riskinde de doğal olarak bir azalma meydana geleceği için borçlanma yoluyla finansman yöntemine daha sıklıkla başvurabilirler. Yine ekonomik istikrarsızlığın olduğu ve satışların önceki dönemlere oranla daha az gerçekleştiği, seyrekleştiği zamanlarda işletmeler borç kullanma miktarlarını azaltarak mevcut risklerini minimize ederler ve finansal kaldıraç derecelerinde meydana gelecek azalmaya paralel olarak işletmelerin toplam kaldıraç dereceleri de düşer (Okka, 2006).

4.5. Sermaye Yapısı Kavramları

4.5.1. Sermaye Maliyeti

Sermaye yapısında kullanılan bileşenlerin ya da işletmenin finansmanının sağlanmasında kullanılan kaynakların işletmeye olan maliyetine sermaye maliyeti denmektedir. İşletmenin finansmanında kullanılan bir kaynağın işletmeye sağladığı para girişinin bugünkü değerini ileride işletmeden sağlayacağı para çıkışının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı olarak da ifade edilmektedir. Sermaye bir üretim faktörü olup işletmenin üretime dair olan maliyetlerini azaltan ve diğer işletmeler ile aralarında rekabet avantajı oluşturan bir unsurdur. Bu nedenden dolayı bir üretim girdisi olarak görülmektedir. Buna ek olarak sermaye maliyeti de

işletmenin sermayesinin ne şekilde yapılandırıldığı ile ilgili ortaya çıkan bir maliyettir. İşletmenin gösterdiği performans ve piyasadaki değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır. İşletmenin performansı ve piyasa değeri üzerinde etkili olan diğer unsurlar kontrol altına alındığı zaman ve sermaye maliyeti de azaltıldığında işletmenin piyasa değeri ve genel performansında artış görülür (Sayılğan, 2008). Sermaye maliyeti, oluşturulan bu sermaye yapısının ne ölçüde uygun bir şekilde oluşturulduğunu temsil eden bir göstergedir. Bu yapının ne şekilde oluşturulacağı işletmenin sahipliğini elinde bulunduranların ve finansal yönetiminden sorumlu olanların tercihi olmakla birlikte bireysel tercihlerin işletmelere farklı şekillerde maliyetleri yansıtmaktadır. Sermaye maliyeti, ilgili yapıyı oluşturan bileşenlerden hangisinin daha karlı olacağını belirleyen önemli bir unsurdur. Faaliyetlerin finansmanında ve yapılacak yatırımlarda kullanılacak olan fonların tedarik edilmesinde mutlak suretle sermaye maliyetinin hesaplanması gerekmektedir (Chambers, 2009; Akgüç, 1998). İşletmelerin varlıklarını sürdürmelerinde ve faaliyetlerini gerçekleştirmelerinde yararlandıkları kaynakların herbirinin maliyeti bulunmaktadır. Bundaki temel sebep ise kaynakların hiçbirisinin maliyetsiz olarak elde edilemiyor oluşudur. Sermaye maliyeti yapılacak olan yatırımlardan elde edilmesi öngörülen minimum oranda karlılık şeklinde adlandırılırken hem de işletmenin amacına entegre edilmesidir. Bu nedenden dolayı, işletmenin piyasadaki değerini en yüksek seviyeye çıkarmak oluşturulacak olan sermaye maliyetinin en düşük seviyeye indirgenmesini de zorunlu kılmaktadır. Çünkü işletmenin sahip olduğu minimum karlılık oranı, kaynakların en düşük maliyetini göstermektedir ve bu nedenle tedarik edip kullanılacak her bir kaynağın maliyeti hesaplanarak işletmenin ortalama sermaye maliyeti hesaplanmalıdır (Alpugan vd., 1997). İşletmelerin bilançolarının pasif tarafında bulunan kalemler sermaye yapısını oluşturan bileşenler olarak yer almaktadır. Bu pasif tarafta yer alan kalemler işletmenin sahip olduğu varlıkların finansmanında kullanıldığı miktar kadarıyla sermaye maliyetinin belirlenmesinde rol oynamaktadırlar. Sermaye maliyeti ile ilgili yapılan çalışmalarda, işletmenin dışarıdan tedarik ettiği fonlar için ödemekle yükümlü olduğu anapara ve faiz ödemelerinin yanı sıra hisse senedi ihraç ederek fon sağlanması durumunda ödenecek temettü ve oto finansman maliyetleri de değerlendirmeye alınmaktadır (Kabakçı, 2007).

Sermaye maliyeti kavramı ile ilgili teorik olarak yapılan ilk çalışmalar 1958 senesinde Modigliani ve Miller tarafından ortaya konmuştur. Kısaca MM teorisi

olarak adlandırılan bu teoriye göre serbest piyasaya ekonomisinin hâkim olduğu bir sistemde bir işletmenin kabul edeceği sermaye maliyetinin işletmenin borçluluğuna dair oranlardan bağımsız olduğu ileri sürülmektedir. Faaliyetlerden elde ettiği gelir miktarları birbirine benzeyen iki işletme karşılaştırıldığı zaman borçluluk oranı düşük seviyede olan bir işletme ile borçluluk oranı yüksek olan bir işletmeye yatırımda bulunan bir yatırımcının elde ettiği getirilerin aynı olduğu öne sürülmüştür. Denge unsuru aynı işletmeye ortaklıkta bulunarak ya da borç vererek sağlanmaktadır. Mevcut borçluluk oranı işletmenin hissedarları tarafından yönetimin onayından bağımsız bir halde değiştirilebiliyorsa borçluluk oranının işletmenin piyasa değeri üzerinde bir etkiye sahip olmadığı söylenmektedir. Teoriye göre işletmenin borçluluk oranı ile işletme değeri arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. İşletmenin sermaye maliyetinin ve nakit akımının etkilenmesinde borçluluk oranının değiştirilmesi herhangi bir sebep teşkil etmiyorsa işletmenin değeri de etkilenmiyor demektir (Vernimmen, Quiry, Dallochio, Fur and Salvi, 2009).

Sermaye maliyetinin doğru bir şekilde hesaplanması yatırımda bulunan işletmeler ve bu işletmelerin içerisinde yer aldığı ülkenin ekonomisi için çok büyük bir önem taşımaktadır. Yapılması planlanan bir yatırım için hesaplanacak olan sermaye maliyetinin olduğundan yüksek bir şekilde hesaplanması yatırım projelerinin reddedilmesine sebep olmaktadır. Bu durum mevcut ekonomik büyümenin olumsuz bir şekilde etkilenmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte sermaye maliyetinin değerinden düşük bir şekilde hesaplanması da mevcut kaynakların doğru bir şekilde dağıtılamamasına ve verimsizliğin meydana gelmesine neden olabilir (Sayılğan, 2008; Akgüç, 1998).

4.5.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kavramı, bir işletmenin menkul değerlerine sahip olan tasarruf sahiplerine bekledikleri şekilde bir getiri sağlamak amacıyla yapmış oldukları tasarruflardan elde etmeyi bekledikleri asgari getiri oranına denmektedir. Bu oranının hesaplanmasında ölçüt olarak işletme ya da sektör ölçeğinde ortalama olarak ortaya çıkmış oran alınmaktadır (Brealey, Myers and Marcus, 2001).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin farklı kaynaklardan tedarik ettiği fonlarının maliyetlerinin, fonların oluşturulan sermaye yapısı içerisindeki ağırlıklarının dikkate alınıp hesaplanmasıyla bulunmaktadır (Chambers, 2009;

Akgüç, 1998). İşletmenin belirli bir tarihte oluşturulan bilançosunun pasifinde yer almakta olan kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şeklinde tanımlanmaktadır (Sayılğan, 2008). İşletmenin sermaye yapısını oluşturan tüm bileşenlerin sahip olduğu maliyetleri tek tek hesaplandıktan sonra ortaya çıkan maliyetlerin belirli bir standarda bağlı olarak ağırlıkları alınır ve oluşturulan sermayenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bulunmaktadır. Mevcut sermayenin maliyeti ve marjinal yani ilave sermayenin maliyeti durumları hesaplamalarda söz konusu olmaktadır. Mevcut sermaye maliyetinin hesaplanması daha önceki finanslama ile gerçekleştirildiğinden dolayı geçmişe yönelik olup bu sermayeye dair maliyet tarihi sermaye maliyeti olarak tanımlanmaktadır. Marjinal sermaye maliyetinin hesaplanmasında ise yapılması muhtemel bir yatırım ya da yeni bir proje için gerekli olan yeni fon kaynaklarının maliyeti söz konusu olup bu durum işletmedeki finans yöneticisi için tarihi maliyete göre hesaplamaktan daha önemlidir (Akman, 2012).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplarken kullanılan tartılar finansman kaynağının defter yani muhasebe değeri ya da piyasa değeri üzerinden hesaplanmaktadır. Tartıların piyasa değeri esasına dayanması piyasa değeri hızla artmakta olan işletmeler için ortalama sermaye maliyetinin gerçeğe yakın bir şekilde hesaplanmasına imkân verir (Pamukçu, 1999). Borçlar, imtiyaza sahip olan hisse senetleri ve özkaynak kalemleri bir işletme için en önemli finans kaynağıdır (Van Horne and Wachowicz, 2001).

İşletmenin yatırım ve benzeri faaliyetlerinde kullanacağı kaynaklardan dolayı oluşan maliyetlerin değerlendirilmesinde sahip olunan kaynakların muhasebe değerinden daha çok piyasada oluşan değerleri temel olarak dikkate alınmaktadır. Hesaplanmış olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin gerçek bir sermaye maliyetini temsil edip etmemesi kullanılacak olan metodun seçiminin düzgün bir şekilde yapılmasına ilişkilidir (Van Horne and Wachowicz, 2001). İşletmelerin kapital yapısını oluşturan finansal enstrümanların sermaye yapısı içerisindeki oranlarındaki görülmekte olan geçici değişiklikler göz ardı edilerek, hesaplamalarda hedeflenen ya da öngörülebilir kapital yapısı oranları yer almaktadır (Van Horne, 2002). Pay senedi, tahvil ve imtiyazlı hisse senetlerinin ihracından kaynaklanan maliyetler ve benzeri işlem maliyetleri göz önüne alınarak hesaplamaya katılması ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin daha doğru ve gerçekçi bir şekilde hesaplanmasına sebep olmaktadır (Ezzell and Porter, 1976). Ölçek bakımından

küçük olan işletmelerdeki meydana gelen işlem maliyetleri hesaplama içerisinde daha yüksek bir ağırlığa sebep olabilmektedir.

4.5.3. Marjinal Sermaye Maliyeti

Marjinal sermaye maliyeti, işletmenin oluşturacağı sermaye yapısı için tedarik edeceği ilave her bir birim için ortaya çıkan sermaye maliyeti olarak ifade edilmektedir. Marjinal sermaye maliyeti aynı zamanda artan sermayenin maliyeti olarak da tanımlanmaktadır. İşletmeler temelde iki nedenden dolayı marjinal sermaye maliyetini hesaplamak zorundadırlar. Bunlar;

- a) İşletmenin finansman yöntemi, marjinal sermaye maliyetini minimum düzeye indirmelidir.
- b) Yapılması muhtemel olan yeni yatırım projelerinin değerlendirilmesinde sermayenin marjinal maliyeti göz önüne alınmalıdır.

Konuyla ilgili olarak bazı yazarlar işletmenin vereceği yeni yatırım kararlarında kullanılması düşünülen yeni fonların oluşturacağı maliyetin, işletmenin cari sermaye maliyeti ile kıyaslandığında daha anlamlı olabileceğini düşünürken sermayenin tarihi maliyetinden daha çok marjinal maliyetin dikkate alınması gerektiğini savunmaktadırlar. Savunulan bu düşünceye göre işletme vereceği yatırım kararlarının değerlendirmesini marjinal sermaye maliyeti ile değerlendirdiğinde net bugünkü değeri pozitif olan yatırım projelerini ele almalıdır. Marjinal sermaye maliyeti ile yatırımların değerlendirilmesini savunanların yanında tarihi sermaye maliyeti ile değerlendirme yapılması gerektiğini söyleyen bazı yazarlar buna kanıt olarak aşağıda belirtilen dayanakları öne sürerler;

- a) Marjinal sermaye maliyeti çok düşük bir maliyet içerdiğinden dolayı reddedilmesi gereken bir yatırım kabul edilmek zorunda kalınabilir.
- b) Yatırımın gerçekleşmesinde kullanılacak olan yeni krediler sermaye riskinin düşmesine neden olmaktadır. Bu krediler yani dış kaynaklar tekrar tedarik edilmek zorunda kalırsa eskiye oranla daha fazla miktarda ödeme yapılması zorunlu hale gelecek ve beraberinde riskte artış meydana getirecektir.
- c) Yabancı kaynaklar ile finanse edilecek bir yatırım projesi beraberinde ağır politik yükümlülükleri de beraberinde getirebilecektir. Bu nedenden dolayı düşük bir sermaye maliyeti temel olarak göz önüne

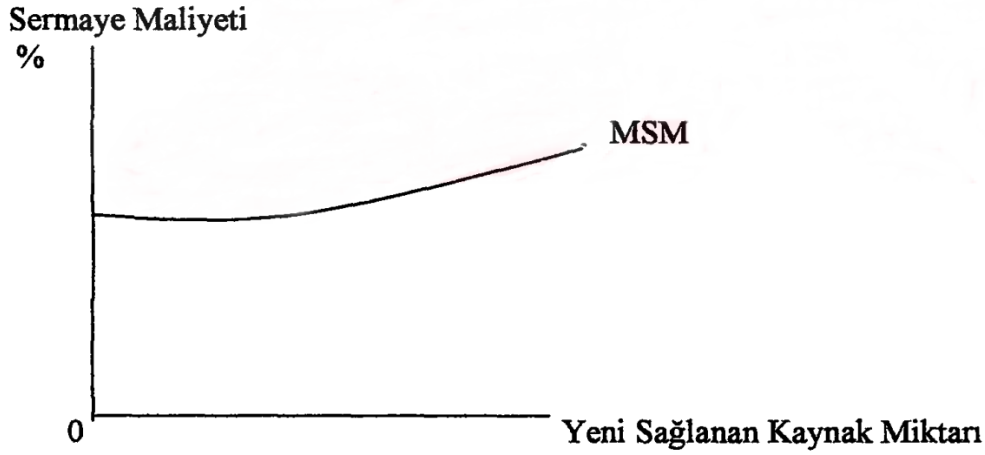
alınmamalıdır. Bu durumun tersi olarak sermaye maliyeti yüksek olduğu zamanda gerçekleştirilmesi son derece önemli olan bir yatırım projesi reddedilmek zorunda kalınabilecektir. Mevcut ekonomik sistemde meydana gelecek geçici süreli dalgalanmalar yüzünden faiz oranlarında meydana gelebilecek artışlar yatırım projesi tamamlanıncaya kadar yani proje ömrü boyunca düşünülmemelidir (Akgüç, 1998).

Ağırlıklı marjinal sermaye maliyeti, işletmenin herhangi bir zamanda elde edeceği fonların yani kaynakların hacmine göre değişebilmektedir. Elde edilecek fonların hacmi arttığı zaman yani finanse edilecek fonların miktarı artarken, bu fon kaynaklarını oluşturan fon kalemlerinin maliyetleri de doğal olarak yükseleceğinden dolayı işletmenin ağırlıklı sermaye maliyeti de yükselecektir. İşletmenin yapacağı yatırımlarda kullanacağı fonların ağırlıklı maliyetlerini bilmesi ve iskonto oranı kullanması vereceği yatırım kararlarında finansal açıdan büyük önem taşımaktadır. İşletmenin belirli bir yıl süresince her bir seferde sağlayacağı ek bir birim yeni sermayenin maliyeti marjinal sermaye maliyeti ya da artan sermaye maliyeti olarak belirtilmektedir (Okka, 2009; Türko, 2002). Marjinal sermaye maliyetinin ölçüsü ne kadar düşük olursa işletmeler de çok daha fazla miktarda yatırım projesini ele alıp hayata geçirebilirler (Seyhan, 2010).

İşletmelerin faaliyetlerinin devamlılığı ve yapacakları yatırımlarda kullanılmak üzere tedarik edecekleri her bir yeni kaynak yukarıda da ifade edildiği üzere ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine artış şeklinde etkide bulunacaktır. Bu nedenden dolayı kaynak seçiminde öncelikli olarak düşük maliyetli kaynaklar kullanılmaktadır. İşletmenin kullanmak üzere tedarik ettiği kaynaklardan dolayı oluşan sermaye maliyeti esasen toplam yatırım düzeyinin bir fonksiyonudur (Berk, 2007). İşletmenin tahvil çıkarımı ile yapacağı borçlanmadan dolayı oluşacak borçlanma maliyeti tedarik edilecek diğer finansal kaynaklara kıyasla daha ucuz olmaktadır. İşletmeler maliyetlerini göz önünde tutarak ek sermaye ihtiyaçlarının tamamını tahvil çıkarma yoluyla sağlamayı dikkate alabilirler. Lakin uygulanması muhtemel bu yöntem ortalama sermaye maliyetinin düşmesine imkân vermemektedir. Şayet belirli bir düzeyin üzerinde gerçekleşecek bir borçlanma yoluna gidilmesi işletmenin finansal riskinin artmasına sebep olacağı gibi sermaye yapısını oluşturan tüm sermaye kaynaklarının maliyetinde de artış gerçekleşecektir. İşletmelerin birçoğu risk

bakımından yüksek seviyede değerlendirilmemek için sermaye yapısı içerisinde borç oranına %30 ve %50 arasında yer verir (Yükçü, Durukan ve Özkol, 1999).

Bir işletmede oluşan marjinal sermaye maliyetinin, işletmede ekstra tedarik edilecek ek sermayenin maliyetinin belirli bir seviyesine kadar stabil olduğu ve bu seviyeyi geçtikten sonra artış gösterdiği fakat oluşan yükselişin dik bir şekilde değil de yatık bir biçimde gerçekleştiği genel olarak teoride kabul edilmektedir (Akgüç, 1998).



Şekil 4. 5. 2. 1: İşletmenin Marjinal Sermaye Maliyeti (Akgüç, 1998)

Marjinal sermaye maliyetini temsil eden eğrinin yükseliş göstermesi iki sebebe bağlı olarak açıklanabilmektedir. Bunlardan ilki işletme kaynak ihtiyacı nedeniyle borç yoluyla ek kaynak sağlıyorsa, belirli bir borç seviyesinden sonra borç yoluyla finansman maliyetinin yükselmesi buna birinci sebep olarak gösterilebilmektedir. İkinci olarak: kaynak ihtiyacının karşılanmasında işletme bünyesinde dağıtılmayan karların kullanılmasından sonra ek özkaynak ihtiyacının karşılanması yapılacak olan sermaye artışıyla karşılanacaksa, sermaye artışı yoluyla sağlanması muhtemel kaynaklar dağıtılmayan karlara göre daha pahalı olacaktır. Bu yüzden her iki koşulda marjinal sermaye maliyetini belirli bir seviyeden sonra artış trendi içerisine sokacaktır (Özdemir, 1999).

4.6. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısına dair teoriler, genel olarak işletmelerin en uygun bir sermaye yapısı oluşturma hedeflerinde olduğunu ve işletmelerin gerçekleştirdiği tüm faaliyetlerindeki destekleyici unsurun bu en uygun sermaye yapısına erişmek olduğunu kabul eden sabit yaklaşımlar ile içerisinde bulunduğu durum ve şartlara göre değişebilen dinamik yaklaşımları içerdiğini kabul edecek şekilde iki temel

boyutta ele alınabilmektedir. İşletmelerin sermaye yapılarını oluştururken temin ettiği borç ve bu borcun sağladığı avantajlar ile borç kullanmaktan dolayı oluşan dezavantajlar arasında bir denge oluşturarak, işletmelerin piyasa değerinin maksimum hale getirilebileceği düşüncesini kabul eden dengeleme teorisinin genel olarak daha çok onay gördüğü söylenebilmektedir. İşletmelerin borçluluk seviyelerinde sadece dengeleme teorisinde söz konusu olan faktörlerin geçerli olmadığı bu faktörlerin yanı sıra işletmeye ait koşullar, işletmenin içerisinde yer aldığı pazarın koşulları ile dinamik model olarak tanımladığımız bu iki faktör arasındaki bağlantıdan kaynaklanan çok daha fazla sayıda faktörün verilecek sermaye yapısı kararlarında etkin olduğu önemli bir yer tutmaktadır. Yapısı gereği değişen şartlara göre bir borçluluk oranının geçerli olduğu ifade eden ve sadece işletmelerin piyasadaki değerini maksimize edecek bir borçluluk oranının geçerli olmadığına belirtilmesi bu dinamik modellerde savunulmaktadır (Teplova, 2000, akt. Akman, 2012).

Sermaye yapısına dair modellere teorik açıdan baktığımızda ilgili modellerin vergi, iflas maliyetleri ile finansal krizler, borç ve özkaynak temelli olan temsil maliyetleri ile işletmelerin değerine dair asimetrik bilgilere dayalı modellerden oluştuğu görülmektedir (Akkum, 1998). Uzun yıllardır sermaye yapılarına dair gerçekleştirilen çalışmalar sermaye yapılarına dair oluşturulan modelleri izah etmeye ve bu modellerin piyasada gerçekten uygulanabilir olup olmadığını ortaya koyan ampirik kanıtlar ortaya koymaya çalışmıştır (Chen, 2004). Yapılan bu çalışmaların nihai dayanağı, işletmelerin finansman bileşimlerini oluşturma kararları ile ilgilidir (Gaud, Jani, Hoesli, Bender, 2005). Sermaye yapısına dair öne sürülen bütün bu teorilerin ortak noktası, borçlanma seviyelerinde meydana gelen değişimlerin işletmelerde nasıl gerçekleştiğini açıklamak ile borç/özkaynak yapılarına dair değişik kazanç ve maliyet yapılarını öne çıkarmaktır (Titman ve Wessels, 1988).

Sermaye yapısı teorilerinin ortaya çıkış amaçları ve gelişimine ek olarak bu teorilerin modern anlamda ne zaman ortaya çıktığından da bahsetmek gerekmektedir. Modern olarak sermaye yapılarına dair ilk teoriler Modigliani ve Miller'ın 1953 yılında oluşturdukları model ile başlamıştır. Genel olarak kabul edilen bir sermaye yapısı teorisi 1953 senesinde ortaya konan bu modelden önce kabul görmemiştir. Modigliani ve Miller'ın 1958 ve 1963 yıllarında sermaye yapısına dair oluşturdukları bu teorilerinden sonra ilgili alanda birçok kişi sermaye yapılarının oluşturulmasına etki eden koşullara dair çok sayıda araştırmada bulunmuşlardır. Bu araştırmaları

yapan kişilere örnek verilecek olunursa: Myers'in 1977 ve 1984'deki çalışmaları, Ross'un 1977'deki ile Myers ve Majluf'un 1984'de gerçekleştirdiği çalışmalar örnek olarak gösterilebilir.

Sermaye yapısını oluşturan modellerin teorik açıdan neler temel alınarak oluşturulduğuna dair yukarıda birtakım bilgiler verilmiştir. Bunlar detaylı bir şekilde ifade edilecek olursa: ödünleşme teorisinin vergi unsuruna, finansman hiyerarşisi teorisinin bilgi asimetrisine, Modigliani ve Miller'in etkin piyasalar kuramına ve son olarak da temsilcilik sorunu teorisinde de vekâlet maliyetlerine vurgu yapılmaktadır (Myers, 2001). Bu bahsedilen teorilerin ortaya konma amaçlarına bakılacak olunursa: ödünleşme teorisinde, işletmelerin ek bir sermaye sağlamak yerine vergi unsurundan faydalanarak borç yoluyla finansman sağlama yoluna gitmesine, finansman hiyerarşisi teorisinde ise dağıtılmayan kar payları ile varlıkların (İç kaynaklar) satılması sayesinde finansman temini üzerinde yoğunlaşmıştır.

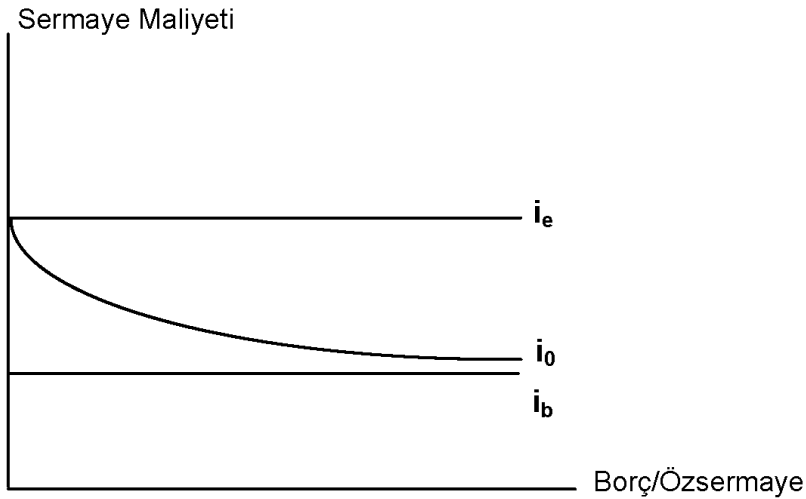
4.6.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, işletmelerin değerlendirilmesi ile işletmelerin işletme değerlerinin ortaya konmasında kaldıraç fonksiyonunu en çok göz önüne alan bir yaklaşım olarak tanımlanmaktadır. Net faaliyet geliri yaklaşımı ile işletmeler oluşturmuş oldukları sermaye bileşimlerini değiştirerek piyasada ki değerlerini artırmak ve böylece oluşturdukları sermaye yapılarının maliyetini minimize etmek imkânına sahip olmaktadırlar (Akgüç, 1998). Net gelir yaklaşımı, işletmenin piyasadaki değeri ve toplamdaki sermaye maliyetinin borç/özkaynak oranındaki değişikliklerden etkileneceğini savunmaktadır (Brealey and Myers, 1988). Diğer bir ifadeyle sermaye yapısında meydana gelebilecek bir değişim, işletmenin toplam değerinde meydana getireceği değişiklik gibi yine işletmenin toplam sermaye maliyetinin de değişmesine sebep olacaktır. İşletmenin toplam değeri yükselirken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde düşüş meydana gelmesi finansal kaldıraç derecesinin yükselmesinin bir sonucu olacaktır. Bunun tersi olarak finansal kaldıraç derecesinde düşüş meydana gelmesi de toplam sermaye maliyetinin artması ve pay senetlerinde gerçekleşecek bir düşüş ile işletmenin piyasadaki değerinde bir azalmaya sebebiyet verecektir. İfade edilen bu muhtemel durumların dayandığı üç ana yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar; Vergilerin bulunmadığı, borç yoluyla kaynak temininin maliyetinin özkaynak ile kaynak temin etmenin maliyetinden daha düşük olduğu ve son olarak da borç yoluyla gerçekleştirilecek finansmanın riski artırıcı ya

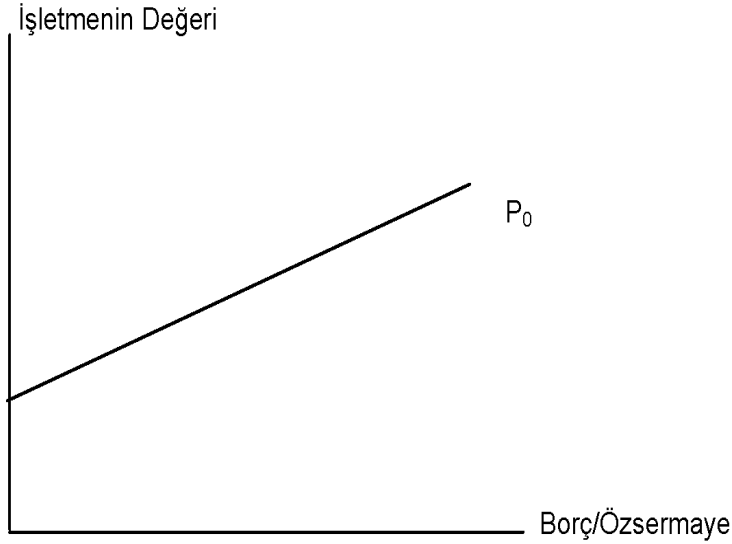
da azaltıcı bir etkide bulunmadığı diğer bir ifadeyle özkaynak ya da borç yoluyla kaynak temininden dolayı oluşan maliyetin işletmelerdeki sermaye yapıları için sabit kaldığıdır (Khan and Jain, 1982).

Yukarıda net faaliyet geliri ile verilenler özetlenecek olunursa şu şekilde bir ifade de bulunmak doğru olacaktır. Net faaliyet geliri, yabancı yani dış kaynaklardan tedarik edilen sermayenin maliyetinin işletmenin özkaynaklar vasıtasıyla sağladığı sermayenin maliyetinden daha düşük olduğu yaklaşımını savunmaktadır. Buna etken olan sebep ise, işletme içerisindeki hissedarların sahip oldukları risk durumunun, borç veren kişi ya da kuruluşlardan daha fazla olmasıdır. Çünkü hissedarların içerisinde bulunduğu beklentiye sebep olan faktörlerden dolayı özkaynağın maliyeti diğerine oranla daha yüksek gerçekleşmektedir (Sayılıgan, 2008). Bu yaklaşımda borç ile özkaynağın maliyetleri birbirlerinden bağımsız haldedir ve birbirlerinin maliyetlerini dengelemeleri gibi bir durum bulunmamaktadır (Web 7, 1952).

Bu yaklaşıma göre sermaye yapısının işletmenin değerine ve sermaye maliyetine olan etkileri aşağıda yer alan Şekil 4. 6. 1. 1 ve Şekil 4. 6. 1. 2 aracılığı ile gösterilmiştir (Ercan ve Ban, 2005).



Şekil 4. 6. 1. 1: Net Gelir Yaklaşımı Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi (Ercan ve Ban, 2005, s.228)



Şekil 4. 6. 1. 2: Net Gelir Yaklaşımı Sermaye Yapısının İşletme Değerine Etkisi
(Ercan ve Ban, 2005, s.229)

Yukarıda görüleceği üzere net gelir yaklaşımını savunan bir işletme, borçlanma yolu, yabancı kaynak/öz kaynak oranı veya kaldıraç oranında artışa giderek, ortalama sermaye maliyetini sürekli bir şekilde azaltmak ile piyasadaki değerini maksimize etmek imkânına sahip olmaktadır (Akgüç, 1998).

Net gelir yaklaşımının eleştirildiği hususlara bakıldığında ilk olarak borç kullanma sonucunda zorunlu olarak ödemek zorunda kalacağı faiz yükünün artması ve bunun sonucunda işletme içerisinde likidite riskinin meydana gelmesidir. Bunun sonucunda yabancı kaynak/öz kaynak oranı arttıkça işletmedeki hissedarlar meydana gelen riski azaltmak amacıyla işletmenin yapmış ya da yapacak olduğu yatırımlarından daha fazla seviyede kar beklentisi içerisine girmektedirler. Bu aynı zamanda, işletmenin borçlanma yoluna devam etmesi sonucunda tasarruf sahiplerinin faiz ödemeleri ile nakit akımlarını daha yüksek bir oran vasıtasıyla iskonto etmeleridir. Bundaki temel neden ise borçlanmanın getirdiği yük arttıkça borcun maliyeti ve öz kaynak maliyetinin de sabit kalmayıp yükselişe geçmesidir (Akgüç, 1998). İşletmeler yüksek seviyede borç kullanımı yoluna gittiklerinde yatırımcılar ellerinde bulundurdukları hisse senetlerini satmakta ve bunun doğal bir sonucu olarak da işletmenin hisse değerleri düşmektedir. Bunun temel sebebi net gelir yaklaşımı ile açıklanacak olunursa net gelir yaklaşımının işletmelerinin tamamen borç yoluyla finansman sağlaması durumu en uygun sermaye yapısı biçimi olarak kabul edilmekte bununla birlikte işletmenin kaldıraç oranı kullanmasının hisse

senetleri üzerindeki etkisi göz ardı edilmektedir. Bu sebeplerden dolayı net gelir yaklaşımının sermaye yapısını açıklamada yeterli olmamaktadır (Diacogiannis, 1994).

İşletmelerin net gelir yaklaşımı yoluyla değerleri aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanmaktadır (Diacogiannis, 1994).

$$V = \frac{\text{ÖK}}{r_e} + \frac{I}{r_i}$$

ÖK: Özkaynak

r_e : Özkaynağın Maliyeti

I: Faiz oranı

r_i : Yabancı Kaynağın Maliyeti

Borç seviyesinin artış göstermesi işletmenin toplamdaki değerinde artışa neden olmaktadır. Yukarıda formülde görüleceği üzere, faiz oranında meydana gelen bir artış işletmenin ödeyeceği temettü miktarına eşit olmakta bunun sonucunda da ortaya çıkan borcun maliyeti, özkaynağın maliyetinden daha düşük gerçekleşmektedir (Diacogiannis, 1994). Net gelir yaklaşımında borcun tek bir maliyeti bulunmaktadır. Borcun gizli ya da faiz maliyeti diye bir ayırma gidilmemiştir. Bu yaklaşımda, işletmelerin daha fazla seviyede borç kullanma yoluna gitmesi özkaynak maliyetini değiştirmemekle birlikte borç kullanmanın özkaynak kullanmaktan daha ucuz olması neticesinde borç kullanma yolunu tercih etmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde azalmaya neden olmaktadır (Van Horne, 2002). Son olarak belirtmek gerekirse, bir işletme hangi seviyede borçlansa dahi hissedarların ya da işletmeye borç veren kişi veya kurumların beklentilerinde bir değişiklik olmayacağı düşünülmektedir. İşletmelerin bütün toplam borç/özkaynak oranlarında bile özkaynak ve borç maliyetlerinin değişmeyeceği varsayımı piyasalar için mümkün gözükmemektedir. Net gelir yaklaşımında borç kullanma yoluna gidilmesi sonucunda artış gösterecek olan finansal risk unsuru dikkate alınmamıştır.

4.6.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşım, işletmede meydana gelen kümülatif sermaye maliyetinin, hisse senetlerinin değeriyle borçların kullanılmakta olan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu öne sürmektedir. Bu yaklaşımın kaldıraç oranının göz önüne alınmaması, kaldıraç oranının işletme değerinden bağımsız olduğunu ifade etmektedir (Brealey and Myers, 1984). Bu yaklaşımda, işletmenin sermaye yapısında meydana gelen değişimlerin işletmenin piyasadaki toplam değerini ya da ortalama sermaye

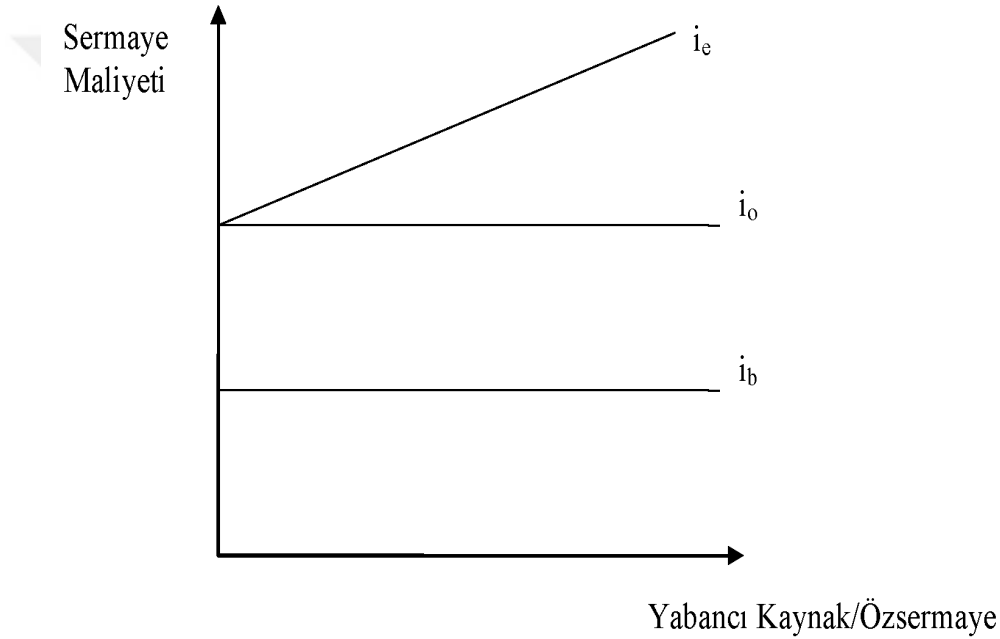
maliyetini etkilemeyeceği savunulmaktadır. Diğer bir ifadeyle ortalama sermaye maliyetinin her zaman için stabil olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte, işletmelerin borç kullanma yoluna gitmesinin işletmenin değerine herhangi bir artırıcı ya da azaltıcı etkisinin olmayacağı ifade edilmektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımında, borç/özkaynak oranı arttıkça özkaynak maliyeti de doğru orantılı olarak artış göstermektedir. Bu artışla birlikte borcun maliyeti yine sabit olarak kabul edilmektedir. İşletmenin sermaye yapısını oluştururken borçlanma yoluna gitmesi özkaynağa bağlı olarak nakit akımlarından elde edeceği faaliyet gelirlerinde bir azalmaya neden olacaktır. Bu nakit akımlarında azalma meydana gelmesi riski de artıracığından dolayı işletmedeki pay sahipleri de riskle doğru orantılı olarak yüksek bir seviyede gelir beklentisi içerisinde olacaklar ve bu nedenden dolayı da özkaynak maliyetinde artış meydana gelecektir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre borç ve özkaynak maliyetinin ağırlıklı ortalaması değişmemektedir. Bu ağırlıklı ortalamanın değişmemesi ile birlikte daha düşük bir maliyet içeren borçlanmalar karşılığında aynı oran doğrultusunda özkaynak maliyetinde gerçekleşen bir artışla karşılanmaktadır. Ortaya konulan bu varsayımların kabul edilmesi durumunda işletmelerin sermaye yapıları arasında birbirlerine göre bir farklılık bulunmayacaktır (Brigham and Gapenski, 1988).

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, işletmelerin piyasadaki değeri, faaliyetlerinden elde ettiği net gelirin sabit bir iskonto oranından indirgenmesi sonucunda bulunmaktadır. Yukarıda ifade edildiği üzere işletmenin piyasadaki değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oluşturulmuş olan sermaye bileşiminden etkilenmemektedir. Bunun sebebi ise, piyasanın işletmeyi özkaynak ve borç fonları arasındaki ayrıma bakmadan bir bütün şeklinde değerlendiriyor olmasıdır. Düşük maliyete sahip borç miktarının artması sonucunun toplam sermaye maliyetini azaltıcı yönde olumlu bir etkide bulunması, daha çok borç kullanılmasının sonucu olarak ortaya çıkan riski karşılamak amacıyla özkaynak sahiplerinin gelirlerinde meydana getirilecek aynı seviyedeki bir artışla giderilecektir. Bundan hareketle de toplam sermaye maliyeti herhangi bir değişime uğramadan stabil olarak kalacaktır (Tecer, 1980).

Bu durumda finansal kaldıraç vasıtasıyla işletmelerin ortalama sermaye maliyetlerinde ve pay senetlerinin piyasadaki var olan değerlerinde herhangi bir değişim yaratılamayacağı için en uygun sermaye yapısından bahsedilememektedir. Bütün işletmeler için tek bir en uygun sermaye yapısı geçerli olmamakla birlikte

bütün sermaye yapıları bir bakımdan da en uygun sermaye yapısı olarak varsayılmaktadır (Erdoğan, 1990). Net faaliyet geliri yaklaşımıyla ilgili olarak faiz ve vergi öncesi karın işletmenin değerini belirlediği savunulmaktadır. Bir işletme şayet gerçekleştirdiği faaliyetlerinden bir gelir elde edemiyorsa bu işletme için salt tasfiye değeri bulunmaktadır. Gerçekleştirilecek olan yatırımların olası getirileri proje değerlendirmesi sırasında öncelik taşımakta ve sermaye yapısının bileşenleri daha az önem taşımaktadır (Hampton, 1982).

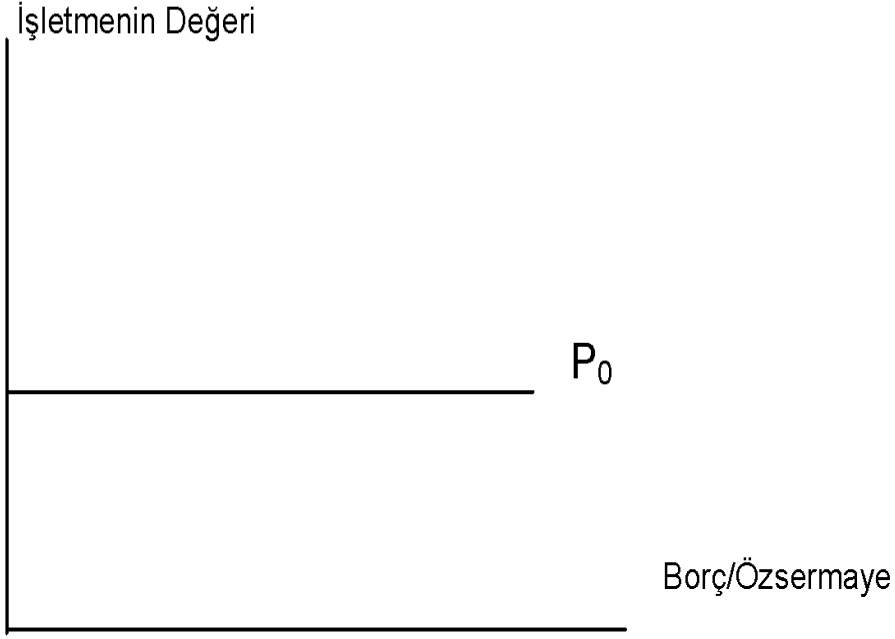
Sermaye yapısının bu yaklaşıma göre işletmenin sermaye maliyeti üzerindeki etkisi aşağıdaki Şekil 4. 6. 2. 1 vasıtasıyla gösterilmiştir (Akgüç, 1998).



Şekil 4. 3. 2. 1: Sermaye Yapısının Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkisi (Akgüç, 1998, s.490)

Yukarıdaki grafikte gösterildiği üzere borcun faiz dışındaki gizli maliyetleri de hesaplama dâhil edilmiştir. Borcun maliyeti değişmemekle birlikte işletmelerin borçlanma oranları arttıkça yatırımcılar işletmeyi artacak risk unsurundan dolayı daha riskli görmeye başlayacak ve özkaynak maliyeti de artış gösterecektir (Sayılğan, 2008).

Sermaye yapısının bu yaklaşıma göre işletmenin değeri üzerindeki etkisi aşağıdaki Şekil 4. 6. 2. 2 vasıtasıyla gösterilmiştir (Türko, 2002).



Şekil 4. 6. 2. 2: Sermaye Yapısının Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Değeri Üzerindeki Etkisi (Türko, 2002, s.496)

Yukarıdaki grafiklerde ifade edildiği üzere, net faaliyet geliri yaklaşımının temel noktası kaldıraç oranında meydana gelebilecek değişiklikleri göz ardı ederek k_0 'ın sabit bir şekilde kalmasıdır. İşletmelerin içerisinde yer aldıkları piyasa, işletmenin değerini bütünüyle kapitalize etmektedir. Bundan dolayı, borç ya da özkaynak arasında meydana gelecek bir değişiklikte önem arz etmemektedir (Van Horne, 2002).

4.6.3. Geleneksel Yaklaşım

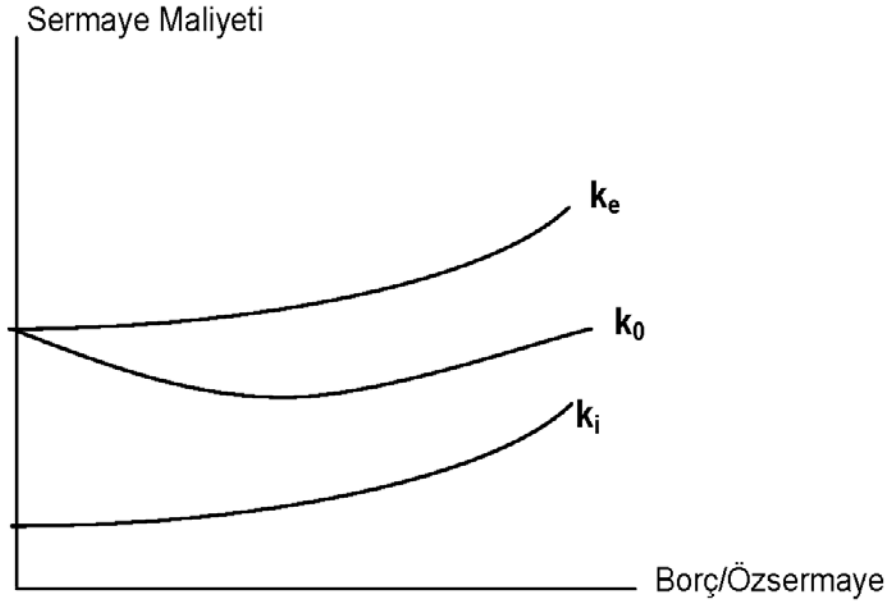
Geleneksel yaklaşım, işletmelerin sermaye yapıları ile ortalama sermaye maliyetleri arasında bir ilişkinin varlığını savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, işletmelerin sermaye yapılarında herhangi bir değişiklik gerçekleştiğinde ortalama sermaye maliyetlerinde bir azalma gerçekleşmekte ve işletmenin piyasadaki değerinde bir artış yaşanmaktadır. Geleneksel yaklaşıma göre işletmeler için geçerli olan tek bir en uygun sermaye yapısı bulunmaktadır. Geçerli olan bu sermaye yapısında tedarik edilen yabancı kaynakların gerçek marjinal maliyetleri ile özkaynağın marjinal maliyetleri birbirlerine eşit durumdadır. İşletme hedeflediği en uygun sermaye yapısına kavuşmadan önce borç yoluyla finansman sağlayarak ortalama sermaye maliyetinde azalmayı gerçekleştirebilir. Şayet işletme daha önceden hedeflemiş olduğu bu en uygun sermaye yapısına kavuştuktan sonra borç yoluyla finansman sağlamaya devam ederse işletmenin borçlanma yani yabancı

kaynak finansmanında ve özkaynağa bağlı olan maliyetlerinde artış gerçekleşmektedir. Bu gerçekleşen artış sonucunda işletmenin piyasadaki mevcut değerinde düşüş yaşanır (Ceylan, 2001). Geleneksel yaklaşım, işletmenin uygun bir kaldıraç vasıtasıyla toplam değerinde bir artış sağlanabileceğini ve yukarıda da belirtildiği üzere işletme için en uygun bir sermaye yapısının geçerli olduğu görüşünü savunmaktadır (Van Horne, 2002). Dolayısıyla işletmelerin piyasadaki toplam değeri ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri çoğunlukla işletmelerin sermaye yapısına bağlı olmaktadır (Diacogiannis, 1994).

Geleneksel yaklaşımda, işletmelerin borç yoluyla kaynak sağlama sıklıklarını artırdıkça kaldıraç oranından faydalanmaları neticesinde işletmelerinin piyasadaki değeri artmakta ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinde azalma gerçekleşmektedir. Fakat borç yoluyla kaynak sağlama belirli bir dereceye kadar gerçekleşmektedir. Kullanılan borcun marjinal maliyetinin özkaynağın marjinal maliyetine eşit olarak gerçekleştiği noktaya borçlanma düzeyi denilmektedir. İşletme şayet bu borçlanma düzeyinden sonra halen borç kullanmaya devam ederse ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde bir yükselme gerçekleşmeye başlar ve bunun neticesinde işletme değeri azalma trendine girer (Poyraz, 2008).

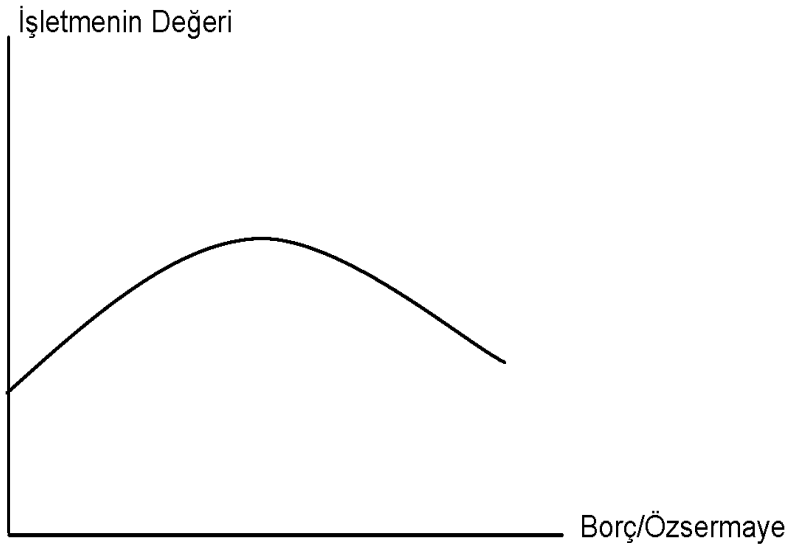
Geleneksel yaklaşım, daha önce net faaliyet gelirinde belirtildiği gibi, işletmenin finansman riskinde artış meydana gelmesi sonucu özkaynak maliyetinde de artış meydana geleceğini savunmakta fakat belirli bir seviyeye kadar borç yoluyla finansmana gidilmesinin ortalama sermaye maliyetine yaptığı azaltıcı etkinin, özkaynak maliyetinde gerçekleşecek yükselme ile tamamen giderilemeyeceğini ortaya koymaktadır. Bu nedenden dolayı, borçlanma yoluyla finansman sağlanması işletmenin ortalama sermaye maliyetinde azaltıcı bir etki yapmaktadır. Bu durum işletmenin borç kullanımında artış gerçekleştikçe özkaynak maliyeti de artmış olmasına rağmen belli bir seviyeye kadar devam etmektedir (Akgüç, 1998). İşletmenin tüm borçlanma düzeylerinde piyasadaki değeri artış göstermemekle birlikte ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde bir azalış meydana gelmemektedir (Diacogiannis, 1994).

Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyetinin nasıl gerçekleştiği aşağıda yer alan Şekil 4. 6. 3. 1 vasıtasıyla ifade edilmektedir.



Şekil 4. 6. 3. 1: Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti (Van Horne, 2002, p.257)

Geleneksel yaklaşıma göre işletme değerinin nasıl gerçekleştiği aşağıdaki Şekil 4. 6. 3. 2 ile ifade edilmektedir.



Şekil 4. 6. 3. 2: Geleneksel Yaklaşımına Göre İşletme Değeri (Ercan ve Ban, 2005, s.234)

Geleneksel yaklaşım, net gelir ve net faaliyet gelir yaklaşımının sermaye maliyeti ile savunduklarına karşın orta bir yaklaşım özelliği göstermektedir. Bu yaklaşımda, sermaye maliyetlerinin oluşturulan sermaye yapısından bağımsız

olmadığı ve sermaye yapısında gerçekleştirilecek bir değişiklik sonucunda sermaye maliyeti ile işletme değerinin etkilenmediği ifade edilmektedir. İlgili yaklaşımda işletmeler için en uygun bir sermaye yapısının oluşturulabileceğinin mümkün olduğu ifade edilmektedir. En uygun sermaye yapısında borç yoluyla finansmana gidilmesi sonucunda ortaya çıkan borcun marjinal maliyeti ile özkaynağın marjinal maliyetleri birbirine eşit olmakla birlikte en uygun sermaye yapısına ulaşmadan önce yapılan tüm borçlanmalar işletmenin ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir (Türko, 2002). İşletmenin sermaye yapısında meydana gelen değişimler, ortalama sermaye maliyeti ile işletmenin piyasa değerini etkilemekte, işletmenin borç yoluyla sağladığı finansmanın artması ise sermaye maliyetini öncelikle düşürmekte akabinde artırmaktadır.

4.6.4. Modigliani Miller Yaklaşımı

Miller ve Modigliani, (1958)'de gerçekleştirdikleri çalışmalarında işletmelerin piyasa değerinin çoklaştırılması prensibine bağlı olarak belirsizlik altında sermaye maliyetine dair bir yatırım teorisi ortaya çıkarmaya çalışmışlardır (Megginson, 1997). Miller ve Modigliani, geleneksel yaklaşımların borçların işletmenin kaynak ihtiyacının karşılanmasındaki önemi ve yararları hakkındaki düşüncelerinin teorik bir esasta desteklenmediğini öne sürerek kendi yargılarını ortaya koymuşlardır (Pike and Neale, 2003). Modigliani ve Miller'e göre sermaye maliyeti ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişki net faaliyet geliri teoremiyle açıklanmaktadır (Van Horne and Wachowicz, 2001).

Yazarlar 1958 ve 1963 senesinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, vergi unsurunun ve iflas riskinin olmadığı bir ortamda, işletmenin değerinin oluşturulan sermaye yapısından bağımsız olarak gerçekleştiğini belirtmişlerdir. İşletmenin ödemekle yükümlü olduğu kurumlar vergisi göz önüne alındığında borç yoluyla kaynak temin edilmesinin getireceği vergi avantajından dolayı finansal kaldıraç kullanımı neticesinde işletmenin piyasa değerinin artış göstereceğini belirtmişlerdir (Akkum, 1998). Modigliani ve Miller gerçekleştirdikleri çalışmalarında, işletmelerin ortalama sermaye maliyetlerinin oluşturulan sermaye yapısından bağımsız olduğunu iddia etmişlerdir. İşletmeler içerisinde yer aldıkları piyasa ve faaliyet gösterdikleri sektördeki risk grubu dikkate alınarak bütünüyle değerlendirilmelidirler. Oluşturulacak olan sermayenin farklı unsurlardan meydana getirilmesi yapılacak olan bu bütünüyle değerlendirmeyi etkilememektedir. Mukayeseli olarak ucuz

maliyetli borç kullanımında meydana gelecek olan artışların sağladığı üstünlükler, özkaynağın daha yüksek bir iskonto oranı ile değerlendirilmesi neticesinde ortadan kalkmaktadır. Borç ve özkaynak arasında gerçekleşen zıt yönlü hareket neticesinde işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti herhangi bir değişime uğramadan sabit kalır (Tecer, 1980). Modigliani ve Miller, işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinin borç/özkaynak oranında meydana gelecek herhangi bir farklılaşma neticesinde değişmeyeceğine dair fikirlerini ortaya koymuşlardır (Khan and Jain, 1982).

Modigliani ve Miller ortaya koydukları yaklaşımlarında bir işletmenin değerini belirleyen unsurların getiri ve risk olduğunu belirtmişlerdir. Etkin bir piyasa da işlem gören ve faaliyet riski aynı olan iki işletmenin sahip olduğu finansal varlıklarının fiyatları birbirleriyle farklılık arz etmemekte bununla birlikte fiyatların farklı olması durumunda ise arbitraj denilen fiyat farklılıklarından faydalanmak amacıyla değer alıp satma işleminin gerçekleştiği bir mekanizma ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, diğerine nazaran daha pahalı olan finansal varlık satılarak daha ucuz olan diğer finansal varlığın satın alınması söz konusu olmakta akabinde bu her iki finansal varlığın fiyatları birbirleriyle eşitlenene kadar arbitraj süreci devam etmektedir (Poyraz, 2008).

Modigliani ve Millerin ortaya koydukları yaklaşım yukarıda açıklandığı üzere menkul kıymet piyasalarında arbitraj işlemlerinin gerçekleştirilme imkânına dayanmaktadır. Bu arbitraj işlemi, pay senedine sahip olan yatırımcıların ellerinde bulundurdukları pay senetlerini satarak, bu sattıkları pay senetlerinin yerine daha fazla karlılığı olan pay senetlerini alması işlemi ifade etmektedir. Ortaya çıkan bu arbitraj mekanizması, faaliyetlerinden elde ettiği net gelirleri ile risk bakımından aynı kategori içerisinde yer alan işletmelerin piyasadaki değerlerinin birbirlerinden farklılaşmasını engellemeye yaramaktadır. İşletmelerden herhangi birisi borçlanma yoluyla yani yabancı kaynak bakımından ağırlık kazandırarak oluşturduğu sermaye bileşimini farklılaştırarak piyasa değeri bakımından daha yüksek bir seviyeye ulaşırsa, arbitraj sistemi devreye girecektir. Bunun neticesinde, pay sahipleri risk derecelendirmesi bakımından aynı kategori içerisinde yer alan fakat finansal açıdan riski daha alt seviyede bulunan işletmelere ait pay senetlerine yatırımda bulunacaklardır. Bunun sonucunda finansal risk bakımından aşağı seviyede olan bir işletmenin pay senetlerinin fiyatlarının menkul kıymet piyasasındaki artışı diğer işletmelerin pay senetleri ile aynı seviyeye gelecektir (Ceylan, 2001).

Modigliani ve Millerin ortaya koydukları sermaye yapısı teoremi bir takım ana varsayımlara dayanmaktadır (Van Horne, 2002; Swanson, Srinidhi and Seetharaman, 2003):

Modigliani ve Miller, işletmelerin piyasadaki değerlerinin seçilen kaynak türü sonucunda oluşan sermaye yapısından bağımsız olduğunu aşağıda belirtilen varsayımlar ışığında göstermiştir. Belirtilen bu varsayımlar, işletmelerin kaynak seçimine dair verdikleri kararların işletme değerine etkide bulunmayacağı koşulları açıklamaktadır (Web 43, 2004):

- a) İşletmenin sahipliğinde bulunan bütün duran varlıklar işletmeye aittir. Herhangi bir tasfiye durumunun oluşması halinde işletmenin sahip olduğu varlıkları pazar değeri üzerinden satışa çıkarılabilir (Pike and Neale, 2003; Megginson, 1997).
- b) Sermaye piyasaları etkin piyasalar hipotezine dayanmaktadır ve piyasada tam rekabet kuralları hâkimdir. İşletmelerin normalde ödemekle yükümlü olduğu kurumlar vergisi bulunmamaktadır. Ayrıca ek olarak işlem ve komisyon maliyetleri mevcut değildir. Piyasada yer alan tüm katılımcılar ulaşmak istedikleri bilgiye herhangi bir maliyete katlanmadan erişebilmede fırsat bakımından birbirlerine eşittirler (Gitman, 2009).
- c) Bütün menkul kıymetler en küçük parçalara ayrılabilen ve yatırımcılar rasyonel bir şekilde davranabilmektedir (Akgüç, 1998). İşletmede yer alan yöneticiler, pay sahiplerinin çıkarlarına uygun olarak işletmenin piyasadaki değerini çoklaştırma niyeti taşımaktadırlar (Copeland and Weston, 1988).
- d) İşletmeler finansal enstrüman ihraç etmek istediklerinde yalnız özkaynak ve borca dayalı menkul kıymetleri ihraç edebilirler (Megginson, 1997).
- e) İşletmeler ve yatırımcılar aynı iskonto oranını kullanarak alış ve satış işleminde bulunabilirler (Megginson, 1997; Pike and Neale, 2003).
- f) Büyüme bulunmamaktadır. İşletmenin nakit akımları daimidir ve işletmelerin iflas olasılığı bulunmamaktadır (Megginson, 1997). Bunun sebebi de işletmenin gelecek dönemde beklediği faaliyet gelirlerinin olasılığı ile içerisinde bulunduğu andaki faaliyet gelirlerinin olasılığı aynıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2008).
- g) İşletmeler aynı risk türlerine göre bir sınıflandırma altına alınabilirler. Aynı sınıf içerisinde bulunan işletmelerin faaliyet riski ile kazanç oranları aynıdır (Akgüç, 1998).

h) İşletmeler birbirlerini ikame edebilmektedirler. Diğer bir ifadeyle aynı sınıf içerisinde yer alan işletmelerin pay senetleri arasında tam bir ilişki bulunmaktadır (Modigliani and Miller, 1958).

Modigliani ve Millerin görüşüne göre, işletmenin borçlanma neticesinde elde etmiş olduğu vergi avantajının işletmeye birçok yararı olup bu ortaya çıkan yarar, işletmenin daha çok borçlanma yoluyla kaynak tedarik etmesine ve işletmenin piyasadaki değerinin artmasına sebebiyet vermektedir. Ortaya konulan varsayım doğrultusunda, sermaye yapısı tamamıyla borç yoluyla oluşturulmuş bir işletmenin sermaye yapısı en uygun sermaye yapısı özelliği göstermektedir. Bu görüşün aksi olarak normalde böyle bir sermaye bileşiminden söz etmek olası değildir (Gallagher and Andrew, 1997).

4.6.4.1. Modigliani Miller'in Birinci Önermesi: Borcun İlişkisizliği

Modigliani ve Millerin yaptıkları analiz sonucunda üç adet önerme ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birinci sırada yer alan ve üç adet önerme içerisinde en önemlisi olanı borcun ilişkisizliği olarak bilinendir. Bu önerme, uygun koşullar dahilinde işletmenin sürdürdüğü borç politikasının pay sahipleri açısından herhangi bir önem taşımadığını belirtmektedir (Brealey et al., 2001). Fakat bu uygun şartlar ortadan kalktığında borç unsuru işletmenin değeri ile alakalı bir hale gelecek bunun neticesinde de pay sahipleri açısından önemli bir hal alacaktır (Web 43, 2004).

Birinci önerinin temelinde, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin borç/özkaynak oranıyla bir ilişkisinin olmadığı, borç yoluyla kaynak sağlayan bir işletmenin sermaye maliyetinin, sermaye yapısını tamamıyla özkaynak ile finanse eden işletmenin sermaye maliyetine eşit olduğuna dair bir vurgu yapılmaktadır (Modigliani and Miller, 1958). Borcun ilişkisizliği önermesinde, borç yoluyla kaynak sağlamanın işletmenin faaliyet riskine herhangi bir etkide bulunmadığı, finansal riskte artışa sebep verdiği ve pay sahiplerinin umduğu kazancı yükselttiği belirtilmektedir (Brealey et al., 2001). Getiri ve risk arasında bir dengenin yaratılmasıyla, aynı risk sınıfı içerisinde yer alan işletmelerde bu maliyetin aynı seviyede seyrettiği görülecektir (Pike and Neale, 2003).

Borcun ilişkisizliği önermesinde, işletmenin piyasa değeri oluşturulan sermaye yapısından bağımsız bir haldedir ve işletme değerine dair beklenen getirisi, aynı risk sınıfı içerisindeki işletmelerin sermaye maliyeti ile düşürülmesi neticesinde tespit edilebilir (Megginson, 2007).

İşletme Değeri = Borçların Piyasadaki Değeri + Özkaynağın Piyasa Değeri

$$\text{İşletme Değeri} = \frac{\text{Net Faaliyet Geliri}}{\text{Aynı Sınıf İçerisinde Yer Alan İşletmelerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}}$$

Bu durumda risk açısından aynı sınıf içerisinde yer alan, faaliyetlerinden elde ettiği net karlılıkları aynı olan işletmelerin piyasadaki değerleri birbirlerine eşit olmaktadır. İşletmeler, oluşturmuş oldukları sermaye bileşimlerinde değişikliğe giderek, aynı risk sınıfı içerisinde yer aldığı ve net faaliyet geliri bakımından da benzerlik gösteren bir başka işletmeye göre piyasadaki değerini artıramaz (Akgüç, 1998).

İkinci varsayımda ise, menkul değerler piyasalarında işleme konu olan finansal enstrümanların piyasada sahip olduğu fiyatla elde edilebilir haldedir ve bunun neticesinde de yeni bir bilgi ortaya çıkması sonucunda da fiyatlar oluşan bu yeni duruma göre hemen ayarlanabilmektedir. Bu durum, herhangi bir finansal varlığın fiyatının her yerde sabit yani değişken bir özellik taşımadığını göstermektedir. Bu halde olan bir piyasa herhangi bir menkul değer uzun süreli olarak düşük ya da yüksek şekilde değerlendirilmiş olarak kalamamaktadır. Tasarruf sahipleri arbitraj mekanizmasını devreye sokarak fiyat farklılıklarından istifade ederek kazanç sağlama yoluna gitmektedirler.

Daha önceden de belirtildiği üzere arbitraj işlemi, herhangi bir finansal varlığın satışa konu olan fiyatının alış fiyatından daha fazla olduğunu ve fiyat farkı açısından risk içermeyecek şekilde kar yaratan bir varlığın aynı anda alımını ve satımını ifade etmektedir. Denildiği üzere satışa konu olan fiyat alış fiyatını geçmeye devam ettikçe tasarruf sahipleri risk içermeyecek şekilde arbitraj karı elde etmeye devam ederler ve bu durum fiyat farklılıklarının ortadan kalkmasına kadar devam eder. Bu durum iktisatçılar tarafından tek fiyat kanunu olarak isimlendirilmiştir (Kolb and Rodriguez, 1996).

Modigliani ve Miller, çalışmalarında öne sürdükleri tezlerini menkul kıymet piyasalarındaki arbitraj imkânına dayandırmışlardır. Bir işletme ucuz olarak temin ettiği bir yabancı kaynak ile sermaye bileşiminde değişikliğe giderek bundan dolayı daha yüksek bir piyasa değerine sahip olursa, pay sahipleri tasarruflarını arbitraj unsuru nedeniyle risk açısından aynı sınıf içerisinde yer alan ve finansal açıdan risk seviyesi daha düşük olan işletmelere yönelteceklerdir. Bundan dolayı, finansal riski

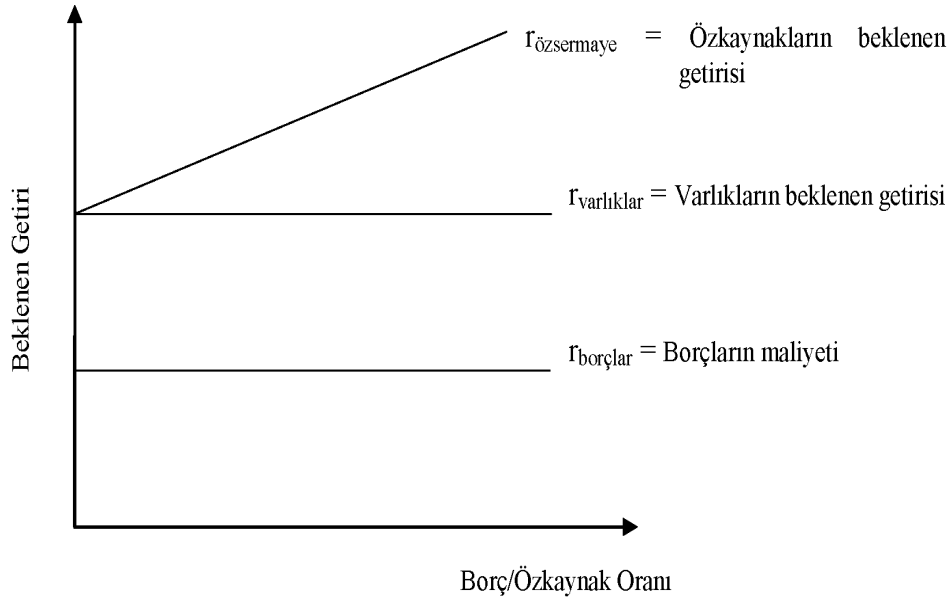
bakımından daha düşük seviyede olan bir işletmenin paylarının artışı sonucunda, bu işletme ile diğer işletmenin pay senetleri arasındaki kıymet farklılığı sona erecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2008). İşletmelerin sırf sermaye yapılarında bir değişiklik meydana getirerek işletmenin değerinin artırılması gerçeğe yakın bir yaklaşım değildir. Şayet işletmenin borçluluk oranındaki artış işletmenin değerinde bir artışa sebep oluyorsa, bu durum işletme tarafından değer yaratan ve değer artırıcı herhangi bir faaliyette bulunulmadığından dolayı borç sağlayan kişi ya da kurumlardan pay sahiplerine doğru bir gelir aktarımı yapılması anlamına gelmektedir (Pike and Neale, 2003).

4.6.4.2. Modigliani Miller’in İkinci Önermesi: Özkaynak Maliyetinin Değişmesi

Modigliani ve Millerin özkaynak maliyetinin değişmesi adındaki ikinci önermelerinde daha çok pay sahiplerinin getirileri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu önermede, finansal kaldıraç kullanan bir işletmenin pay senetlerinin getirisi, aynı grup içerisinde tamamıyla özkaynak ile finansmanı sağlanmakta olan bir işletmenin beklediği getirilerine, borç ve özkaynak seviyesine göre özkaynak ve borç getiri oranları arasındaki farkın ilave edilmesi aracılığıyla hesaplanabilmektedir. İlgili hesaplanma biçimi aşağıdaki formülde olduğu gibi gösterilebilmektedir (Modigliani and Miller, 1958; Brealey et al., 2001).

$$\text{Özkaynak Beklenen Getiri} = \text{Varlıkların Beklenen Getirisi} + \frac{\text{Borç}}{\text{Özkaynak Oranı}}$$

Bir işletmenin borç/özkaynak seviyesinde artış meydana geldikçe pay sahiplerinin de beledikleri kazanç oranı seviyesi doğru orantılı olarak artmaktadır. Bunun anlamı, borçlanma yoluyla finansman sağlamaktan kaynaklı olan maliyet avantajının özkaynağın maliyetinde meydana gelen artıştan dolayı sıfırlandığı manasına gelmektedir. İfade edilen değişkenler arasındaki bağlantılar aşağıdaki yer alan Şekil 4. 6. 4. 2. 1’de gösterilmektedir (Pike and Neale, 2003).



Şekil 4. 6. 4. 2. 1: Modigliani ve Miller’ın Birinci ve İkinci Önergeleri (Pike and Neale, 2003, p.712)

Şekilde gösterildiği üzere işletmelerin sermaye bileşenlerinin değişmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde buradan hareketle de işletmelerin değerinde herhangi bir değişikliğe sebebiyet vermemektedir. Modigliani ve Miller ortaya koydukları bu önermeleri ile daha önceden hakkında detaylı bilgi verilen geleneksel yaklaşıma bir eleştiri getirmişlerdir. Çünkü geleneksel yaklaşımda, pay sahiplerinin borç/öz kaynak oranında meydana gelebilecek bir değişmeye herhangi bir tepkide bulunmayacakları düşünülmekteydi. Fakat Modigliani ve Miller ortaya koydukları görüşlerinde, pay sahiplerinin, işletmelerin borç yoluyla kaynak finansman gerçekleştirmelerini işletmede oluşabilecek bir risk unsuru olarak algıladıklarını ve tepkide bulduklarını belirtmektedirler (Pike and Neale, 2003). Geleneksel sermaye yapısı yaklaşımında, işletmedeki yöneticilerin ilk önceliği, yapacak oldukları yatırımların hedeflemiş oldukları borç/öz kaynak oranına uygun bir şekilde finansmanının gerçekleştirilmesidir. Modigliani ve Miller savundukları görüşlerinde, işletmelerin yapacak oldukları yatırımların pozitif net bugünkü değere uygun olarak seçilmelerini birincil öncelik olarak görmekte, yatırımların finansman şekline çok fazla odaklanılmaması gerektiğini belirtmektedirler (Alp, Demirgüneş, Ban ve Öztürk, 2009).

4.6.4.3. Modigliani Miller’ın Üçüncü Önermesi: Yeni Yatırımların İskonto Oranı

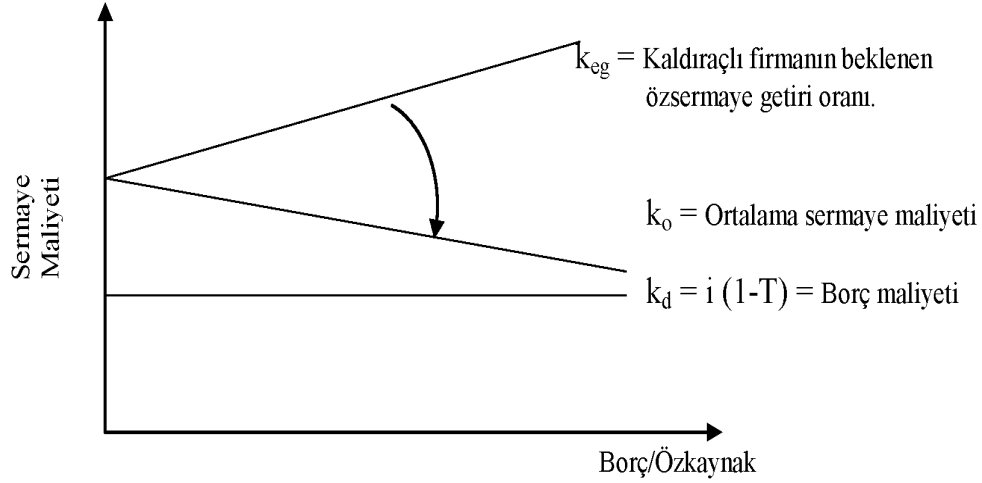
Bir işletmenin gerçekleştirmek istediği yeni yatırımlarda kullanmak amacıyla seçeceği iskonto oranı, yapılacak olan yatırımların finansmanında menkul değerlerin türünden bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958). Menkul kıymetlerin türünden bağımsız olduğuna dair yapılan bu atıf, ilk önermeye dair yapılacak bir yorumlama ile doğrulanabilmektedir. Bütün sermaye yapılarında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti sabit olarak kabul edildiğine göre, tedarik edilen sermayenin türüne bakılmaksızın yapılacak olan bütün yatırımlardan elde edilecek ve paydaşları tatmin edecek minimum getiri oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

4.6.4.4. Modigliani Miller’ın Önergeleri ve Vergiler

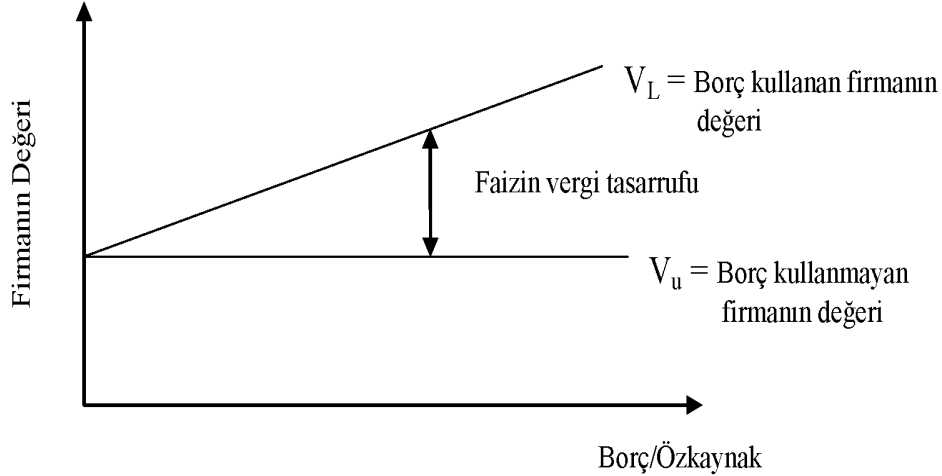
Modigliani ve Miller birinci önermeleri olan ilişkisizlik önermesine dair görüşlerini belirttikten sonra sermaye yapısına dair çalışmalarına kurumlar vergisini de ekleyerek yeni bir model ortaya çıkardılar. İşletmelerin ödemekle yükümlü oldukları kurumlar vergisini elde etmiş oldukları kardan mahsup etmeleri sonucunda borçlanma yoluyla finansman sağlamaları işletmenin değerini en üst düzeye çıkarmalarına imkân sağlamaktadır. Kaldıracın kullanıldığı işletmenin değeri ile kaldıracın kullanılmadığı işletmeler karşılaştırıldığında, kaldıracın kullanıldığı işletmenin kıymeti kaldırac kullanmayan işletmenin kıymetinden kurumlar vergisi aracılığıyla tedarik edilmiş olan borcun çarpılması sonucunda ortaya çıkan değer kadar fazla olmaktadır (Modigliani and Miller, 1958).

İşletmelerin finansman sağlamak amacıyla kullanmış oldukları borca dair ödemekle yükümü oldukları faizlerin üzerinden sağlanan vergi avantajına vergi kalkını denilmektedir. İşletmenin vergi ödemekle yükümlü olup elde ettiği gelir şayet az ya da negatif olarak oluşuyorsa borcun vergi kalkını azalabilir ya da tamamıyla sona erebilir (Van Horne and Wachowicz, 2001).

Vergi unsurunun tesiri de göz önünde bulundurularak oluşan sermaye maliyeti ve işletme değeri aşağıda yer alan Şekil 4. 6. 4. 4. 1 ve Şekil 4. 6. 4. 4. 2’de gösterilmiştir.



Şekil 4. 6. 4. 4. 1: Vergi Etkisi Olduğunda Oluşan Sermaye Maliyeti (Pike and Neale, 2003, p.716)



Şekil 4. 6. 4. 4. 2: Vergi Etkisi Olduğunda Oluşan İşletme Değeri (Pike and Neale, 2003, p.716)

Modigliani ve Miller'ın vergi unsuru etkisini dikkate alarak oluşturduğu bu yaklaşım, işletmelerin tamamıyla yabancı kaynak ile finansmanlarını gerçekleştirmelerinin en doğru ve en iyi şık olduğunu göstermektedir. Ortaya koyulan bu yaklaşıma vergi dışındaki sermaye piyasalarının kusursuz olduğu düşünülerek ulaşılmıştır. İşletmelerin sermaye yapılarını oluştururken kullanacağı finansman metotlarına karar verme aşamalarında piyasalardaki bütün unsurları ve sıkıntıları da dâhil etmeleri gerekmektedir (Kolb and Rodriguez, 1996).

Miller, kurumlar vergisi unsurunu dikkate alarak geliştirdiği modeline ek olarak 1977 yılında, bireysel gelir vergisi unsurunu da eklediği yeni bir model ortaya koymuştur. Miller gerçekleştirdiği bu yeni modelinde, Amerika Birleşik

Devletleri'nde borç/öz kaynak oranının %30 ile %40 düzeylerinde olduğu zaman, aynı dönem içerisinde kurumlar vergisi oranının %0 ile %50 arasında gerçekleşmesini açıklamaya çalışmış ve bunun neticesinde gelir ve kurumlar vergisinin aynı düzeyde artış gösterdiğine değinmiştir (Miller, 1977).

Borca dair menkul kıymetlerden elde edilen gelirlere uygulanmakta olan gelir vergisi oranlarının yüksek ve pay senetlerine dair uygulanan gelir vergisi oranlarının düşük olduğu zaman borçlanma vasıtasıyla elde edilecek olan kazanç borcun piyasadaki değerinden daha az ve negatif bile olabilmektedir. Uygulanmakta olan gelir vergilerine dair oranların birbirine eşit olduğu durumlarda kaldıraç faktöründen dolayı bir kazanç elde edilemeyecektir. Bununla birlikte, ödenecek olan faizlerin vergi oranından düşülmesine karşın işletmenin piyasadaki değeri bundan herhangi bir etki görmeyecektir (Miller, 1977).

Miller tarafından gerçekleştirilen bu çalışmadaki en önemli iki varsayım: gelir vergisinin artan oranlı bir şekilde bölümlere ayrılması ve tasarruf sahiplerinin elde ettikleri faiz kazancı üzerinden ödemekle yükümlü oldukları gelir vergisinin, pay senetlerine dair elde edilen kazançlar üzerinden ödemekle mükellef olunan gelir vergisinden yüksek olmasıdır. İşletmelerin borca dair menkul değerlere olan taleplerinin artması, yürürlükte olan vergi oranlarının tasarruf sahipleri açısından bir avantaj taşıması durumunda mümkün olacaktır (Miller, 1977). Bir yatırımcı, yatırımında bulunacağı işletmeyi seçerken kendi ödemekle yükümlü olduğu gelir vergisi ile işletmenin ödemekle yükümlü olduğu kurumlar vergisini bir araya getirip bunların birbirleriyle olan etkileşimlerini dikkate alıyorsa bu tür yatırımcıya vergi müşterisi adı verilir (Kula, 2001).

4.6.4.5. Modigliani ve Miller'e Yönelik Eleştiriler

Modigliani ve Miller'ın sermaye yapısına dair ortaya koydukları teorilerin geçerlilik kazanabilmesi için uygulama esnasında gerekli olan bütün faktörlerin bir araya gelmesi mümkün gözükmemektedir. Bütün bu koşulların teorinin geçerlilik kazanıp işleyebilmesi amacıyla bir araya gelebilmesi ancak piyasada tam rekabet koşulları geçerli olduğunda mümkün olabilmektedir. Piyasa içerisinde bir işletmeye ait olan hisse senetlerinin satılması ve düşük faiz oranı ile borçlanması imkânıyla diğer işletmenin hisse satın alınması diğer bir ifadeyle sermaye aktarımının yapılması ancak sınırlı şekilde gerçekleşebilmektedir. Sermaye aktarımı piyasa içerisinde ancak az sayıda yatırımcı tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Bu sermaye aktarımı

esnasında alış ve satış işlemlerine dair ortaya çıkan çeşitli maliyetlerinden yüksekliğinden dolayı küçük boyuttaki yatırımcılar bu aktarım işlemine ilgi göstermeyebilecektir.

Modigliani ve Miller gerçekleştirdikleri çalışmalarında alış ve satış işlemlerine dair ortaya çıkan maliyetleri göz önünde bulundurmamışlardır. Hâlbuki gerçekleştirilecek olan sermaye aktarımı işlemi belli bir seviyeden sonra karlı bir durum yaratmayacak olup ilgili işletmenin hisse senetlerinin piyasadaki değeri eşitlenmeden önce kesintiye uğratılacaktır (Şahin, 2000).

Yatırımcılar, piyasalardaki kanuni giderler ile iflas maliyeti gibi unsurlardan dolayı borçlanma seviyesi yüksek olan işletmelere yönelik yatırımlara eskisi gibi yönelmemektedirler (Akgüç, 1998; Van Horne and Wachowicz, 2001). Yatırımcıların bu durumu eskisi gibi cazip bulmamalarının temel sebebi ise, borçlanma seviyesinde meydana gelecek olan yükselme doğrultusunda işletmenin riski yükselir ve iflas ihtimali de artmaktadır. Ortaya çıkan bu durum, doğal olarak işletmenin sermaye maliyeti ile işletme değerine de olumsuz olarak yansımaktadır (Gönenli, 1988).

Modigliani ve Miller ortaya koydukları görüşlerinde işletmelerin gerçekleştirdikleri büyüme oranları dikkate almamışlardır. İşletmelerdeki kar payları ortaya koydukları teoride göz önünde bulundurulmamıştır. Hâlbuki İşletmeler, sahip oldukları karlılık oranları ve bu gerçekleşen oranlara göre meydana getirecekleri temettü dağıtım politikaları doğrultusunda dağıttıkları temettüleri ile pay senetlerinin fiyatlarında artışa ya da azalışa sebep olarak işletmenin piyasadaki değerine etkide bulunabilmektedirler (Durand, 1959).

Sermaye piyasalarında arbitraj mekanizmasının varlığını sınırlayan ve engel koyan kurumlar bulunmaktadır. Sermaye piyasalarına kaynak aktarımında bulunan kurumlar arbitraj işleminden faydalanamazlar. Kaynak aktarımında bulunan bu kurumların oluşturdukları portföylerinde, arbitrajın gerçekleşme sürecinde gecikmeye neden olan birtakım bürokratik engeller bulunmaktadır (Türko, 2002). Bazı kurumsal yatırım işletmeleri belli bir borçluluk seviyesinin üzerine çıkamamakta ve istediklerinde de arbitraj işleminden faydalanamamaktadırlar (Van Horne and Wachowicz, 2001; Akgüç, 1998). Bu durumun hassaslığı ise gelişmiş ülkelerdeki borsalarda yer alan kurumsal yatırımcıların paylarına bakıldığında daha da önem arz etmektedir. Bununla birlikte işletmelere kaynak imkânı sağlayan kredi kuruluşları, belirli bir borç seviyesinin üstünde yer alan işletmelere borç vermek

istememekte ve bu durumda arbitrajı engelleyen bir unsur olarak yer almaktadır (Davis and Pointon, 1984).

İşletmeler, kendi aralarında tedarik ettikleri borcun maliyetleri ile borcu sağlama imkânları açısından birbirlerine benzememektedirler. Kredi maliyetleri işletmelerde normal bir seviyede gerçekleşebiliyorken bireysel tasarruf sahiplerinde bu seviye daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmektedir. İşletmeler faaliyet gösterdikleri sermaye piyasalarında birbirlerine benzer olacak bir şekilde borçlanmamaktadır (Akgüç, 1998).

Sermaye piyasalarında görülmekte olan menkul değer çeşitliliğinde önemli derecede artış meydana gelmektedir. Bu nedenle işletmeler sadece özkaynak ve borca dayalı menkul değerler vasıtasıyla borçlanmamaktadırlar. Belirtildiği üzere sermaye piyasalarındaki menkul değer çeşitliliğinde meydana gelen yenilikler ve yeni finansal enstrümanlar işletmelerin ihraç maliyetlerinde de düşmeye neden olmaktadır (Koller et al., 2005).

Sermaye piyasaları içerisinde yer alan bütün aktörler bilgiye maliyetsiz, zamanında ve aynı oranda ulaşmamaktadır (Türko, 2002). İşletmelerin borç düzeylerinde meydana gelen yüksek artışlar yüzünden işletmelere kaynak aktarımında bulunan kuruluşlar denetim zorunluluğunu da beraberinde getirmekle birlikte ortaya çıkan denetim zorunluluğundan dolayı oluşan denetim maliyetleri de işletmelerin borç kullanacağı zaman olumsuz etkide bulunmaktadır (Van Horne and Wachowicz, 2001).

Modigliani ve Miller ortaya koymuş oldukları teorilerini, mükemmel piyasa şartlarının varlığını göz önünde bulundurarak gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarıyla ilgili olarak kendisine yöneltilen eleştirilerde mükemmel piyasa şartlarının var olmadığı zaten eleştirilenler tarafından bilinmekle birlikte eleştirilerin odak noktasını mükemmel olmayan koşulların varlığı altında işletmelerin değerine etkide bulunan önemli faktörlerin ihmal edilmesi oluşturuyordu (Pike and Neale, 2003). Modigliani ve Miller'ın ortaya koydukları görüşlerine dair yapılan eleştiri ve karşıt çalışmalar (Jensen and Meckling, 1976; Ross, 1977) sonucunda işletmelerin meydana getirdiği sermaye yapısının açıklanmasında iflas maliyetleri, finansal sıkıntı, vekâlet maliyetleri ve bilgiye ulaşmadaki fırsat eşitsizliğine dayanan birtakım modeller geliştirilmiştir (Leland and Pyle, 1977; Stiglitz, 1969).

4.6.5. Ödünleşme Teorisi (Trade-Off Theory)

Ödünleşme teorisinde en uygun sermaye yapısının oluşumunun, kaldıraç oranının faiz ödemeleri sebebiyle meydana gelen vergi kalkanı etkisinin, finansal sıkıntı olasılıkları ve vekâlet maliyetleri ile birlikte dengelenmesi sonucunda meydana geldiği belirtilmektedir (Brigham, 1996). Modigliani ve Miller'ın çalışmalarında ortaya koyduğu önerilerden biri olan ilişkisizlik teoremlerinde açıkladığı varsayımlardan biri olan vergilerin olmadığı bir ortamın varlığından dolayı yapılan eleştiriler sonucunda meydana gelen dengeleme teorisi, borç yoluyla finansman sağlanmasının işletmeye getirdiği vergi avantajı ile bunun temsilci maliyetlerinde meydana getirdiği azalma şeklinde görülen yararlarla, kaldıraç kullanma sonucunda meydana gelen iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri arasında bir denge kurulmasının hedeflenmesi, dengeleme teorisinin meydana gelmesine dayanak oluşturmuştur. Bu teori aynı zamanda birbirleriyle ilişkili teorileri tanımlamak amacıyla kullanılmakta olan genel bir ad olma özelliğini de taşımaktadır. Birbirleriyle ilişkili olan bu teoremlerde, alternatif kaldıraç planlarının sağladığı yarar ve ortaya çıkardığı maliyetlerin işletmeye olan etkisi üzerine çalışılmıştır. Dengeleme teorisinde ortaya konulan temel fikir, işletmeler için ortaya çıkan marjinal maliyetler ile marjinal gelirlerin birbirleriyle dengelenmesi olarak gözükmektedir (Frank and Goyal, 2008).

Dengeleme teorisi ile ilgili olarak yapılan araştırmalarda en uygun kaldıraç, borcun sağladığı vergi üstünlüğüyle oluşabilecek iflas maliyetlerinin bütünü içerisindeki dengeli bir seviyede yer aldığına dikkat çekilmiştir (Kraus and Litzenberger, 1973). Dengeleme teorisini baz alan bir işletmenin ilk olarak bir borç oranı tespit etmesinin gerekliliği ve gerçekleştireceği faaliyetleri doğrultusunda bu denge noktasına doğru ilerlemesinin makul olacağı, belirtilen bu uygun hedefin ise daha önceden ifade edildiği üzere borcun vergi kalkanı unsuru ve iflas maliyeti arasında yer alan bir denge seviyesinde olduğu vurgulanmıştır (Myers, 1984). Dengeleme teorisine göre işletmelerin sermaye yapılarını meydana getirirken tercih ettiği borç yoluyla finansman sağlamalarının en büyük yararı, aldıkları borca dair ödemekle yükümlü oldukları faiz giderlerini vergiden indirebilmeleri ve işletme yöneticilerinin işletmenin sahip olduğu kaynakları kazanç getirmeyecek projelere yönlendirmelerinin engellenmesi sonucunda ortaya çıkan vekâlet maliyetlerini uyumlu bir hale getirmesidir. Uyumlaştırmanın gerçekleşmesinin en önemli faydası,

işletmenin pay senedi ihracı ile sağladığı fonların işletmede yer alan yöneticiler tarafından kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmalarının engellenmesidir. İşletmedeki yöneticilerin ihraç yoluyla elde edilen bu fonları kendi menfaatleri doğrultusunda kullanma ihtimalleri borç vasıtasıyla finansmana nazaran çok daha fazladır. Kaynak talebinde bulunan işletmeler ve kaynak sağlayan kredi vb. kuruluşlar arasında yapılan sözleşmeden dolayı fon sağlayan kuruluşlar verdikleri fonları geri çekebilme suretiyle işletmedeki yöneticileri kontrol altında tutabilmektedirler. Bunun tersi olarak, bir işletme pay senedi ihracı neticesinde arz ettiği fonları geri çekemeyeceğinden dolayı bu durum büyük oranda vekâlet maliyetini yaratacaktır (Greenwald, Stiglitz and Weiss, 1984). İşletmenin sermaye yapısını oluştururken tedarik edeceği her bir ilave borç ve oluşacak olan bu borcun maliyeti işletmeye iflas riski ve finansal problem olarak yansiyacaktır. Finansal problem kavramı ile ifade edilmek istenen ise işletmenin kendisine borç veren kişi ya da kurumlara karşı olan sorumluluklarını yerine getirememesidir (Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006). İşletmede sorumlulukların yerine getirilememesi sonucu meydana gelen bu finansal problemlerin daha da sorunlu hale gelmesi sonucunda ise iflas sorunu meydana gelmektedir. Kullanılmakta olan borç seviyesinin işletmelerde yükselmesi sonucunda ise finansal problem durumu da doğru orantılı olarak artmakta, oluşan bu durum neticesinde de pay sahipleri ve borç sağlayanlarda artan risk unsurundan dolayı beklentilerini yükseltmektedirler (Myers, 1977). Sonuç olarak meydana gelen finansal problemler ve oluşması muhtemel iflas sorunları, işletmelerin pay senedi ihracı ve borçlanma yoluyla kaynak tedarik etmelerine dair oluşan maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Meydana gelen bu problemler her daim iflas sorunu ile neticelenmese dahi işletmelerin meydana getirmiş olduğu sermaye yapısına etkide bulunmakta, ek olarak birtakım maliyet kalemlerinin oluşmasına sebep olmakta, işletmeye kaynak sağlayan kurumlarda ve işletmenin ana hissedarlarında olumsuz bir imaj yaratmaktadır (Hovakimian, Opler and Titman, 2001). Finansal anlamda meydana gelebilecek problemler, pay senetleri halka arz edilmiş işletmelerin piyasada oluşan değerlerini de etkilemektedir. Tasarruf sahiplerinin yatırımda bulunmayı düşündükleri bir işletmenin piyasa değerine dair olan algıları, halka arz edilmiş bir işletmenin halka açık olan sermaye miktarına vergi unsuru etkisinin bugünkü değeri ilave edilip ortaya çıkan değerden, finansal başarısızlığın oluşan maliyetinin bugünkü değerinin çıkarılması sonucunda oluşmaktadır (Brealey, Myers and Marcus, 1999).

Şayet işletmedeki mali başarısızlığın sonucunda iflas meydana geliyorsa, işletmelerin yüz yüze gelmek zorunda oldukları iki tür maliyet kalemi ortaya çıkacaktır. Bu maliyetler ise doğrudan ve dolaylı maliyetler şeklinde tanımlanmaktadır. Bu direkt maliyetlere örnek vermek gerekirse: süreç içerisindeki yönetsel faaliyetlere bağlı olarak oluşan hukuki, muhasebel ve iflas masasında oluşan giderler ile işletmelerin daha önceden kullanmaya hak kazandığı fakat iflas durumundan dolayı yararlanamayacağı vergi indirimleri bu maliyet türlerine örnek olarak gösterilebilir (Haugen and Senbet, 1978). Bu gider türüne ek olarak mali başarısızlıktan dolayı karşılaşılan ve ödenmekle yükümlü olunan yönetsel giderler, işletmenin faaliyetlerini meydana gelen iflas durumundan dolayı sürdürememesi neticesinde oluşan zaman kaybının parasal değeri ve benzeri giderler de gösterilebilmektedir (Warner, 1977).

Bu süreçte meydana gelen dolaylı maliyetler ise: var olan ve gelecek dönemde oluşması muhtemel müşterilerin kaybedilmesi, yeni kredi tedarikinin sağlanmasında karşılaşılan zorluklar, yeniden yapılandırma maliyetleri ile olası yatırım projelerine dair imkânların değerlendirilmeye alınamaması ve bu yüzden işletmelerin faaliyetlerinde meydana gelen aksamalara dair maliyetleri içermektedir (Kim, 1978).

Dengeleme teorisine göre, kaldıraç kullanan bir işletme kaldıraç kullanmayan bir işletmeye nazaran daha fazla iflas ihtimaline yakın olmaktadır. Yatırım açısından bakıldığında diğer tüm etkenler sabit kalsa bile kaldıraç kullanan bir işletme yatırım bakımından daha az oranda cazibe içermektedir. İflas olayı temelde borç/özkaynak oranından ortaya çıkan sonuçla doğru orantılı olarak gerçekleşmemektedir. Bununla birlikte işletmede görülecek yüksek bir borç/özkaynak oranında iflas oranının gerçekleşme ihtimalide artmaktadır. Nihai olarak iflas gerçekleşmesinden ötürü beklenen maliyet bu borç/özkaynak oranı doğrultusunda yükselmekte ve işletmenin piyasadaki değerine olumsuz olarak da yansımaları beklenmektedir (Van Horne, 2002).

Vekâlet sorunu, işletmedeki ana hissedarlar ile yöneticiler arasında yaşanan bir menfaat çatışması olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin hâkim ortakları, faaliyetlere dair alınacak karar ve uygulamaları genellikle üst düzey yöneticilere bırakmaktadır. Lakin hâkim ortaklar adına karar alan ve özkaynağı temsil eden yöneticiler bazı durumlarda sadece kendi menfaatleri için gayret gösterebilmektedir. Yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda çalışmalarına engel olmak amacıyla özkaynak sahipleri belirli bir maliyeti üstlenerek bu durumu kontrol altına alabilmektedirler

(Jensen and Meckling, 1976). Bu ortaya çıkan özkaynağın vekâlet maliyeti olarak adlandırılan menfaat çatışmalarının temel nedeni, özkaynağın sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin birbirlerinden farklı olması ve hâkim hissedarların yöneticileri kontrol edemeyişi ile iki taraf arasında düzgün ve doğru bir bilgi aktarımı olmamasıdır (Eisenhardt, 1989). Vekâlet maliyetleri, işletmelerde borcun sağladığı vergi avantajı unsuruna karşı dengelenmesi gerekmekte olan ve ortaya çıkan önemli maliyet faktörlerinden birini oluşturmaktadır. Jensen ve Meckling'in de çalışmalarında belirttiği üzere işletmelerdeki yöneticilerin işletmenin piyasadaki değerinden daha çok işletmenin sahip olduğu özkaynağın daha da artması amacıyla gayret sarf ettikleri iddia edilmektedir. Borç yoluyla işletmeye kaynak sağlayan işletmedeki yöneticiler, işletmenin yarattığı serbest nakit akımları uygun olduğu zamanlarda, işletmedeki oluşan riski daha aşağıya çekmek amacıyla bu doğrultuda stratejilere yönelmektedirler. Bununla birlikte işletmedeki yöneticiler, sermaye maliyetinin çok fazla yükseliş gösterdiği durumlarda kazancı yüksek ama risk seviyesi de yüksek olan yatırım projelerine odaklanmak isteyebilirler. Bu durumu gören borç sağlayıcıları yani kaynak aktarımında bulunan kuruluş ve yatırımcılar bu yatırım politikalarının farkındadırlar. İşletmenin uyguladığı bu politikadan dolayı işletmeden bir risk primi talebinde bulunurlar ve verecekleri kaynağında faiz oranını yüksek tutarlar. Bu şekilde artış gösteren maliyetler işletmenin borç yoluyla kaynak etmesine dair cazibeyi de azaltmaktadır (Jensen and Meckling, 1976). İşletmelerde aşırı şekilde ve eksik bir biçimde yatırım politikalarının uygulanması işletmeye finansal açıdan problem yaratacak bir tehlikenin önemli parçalarından biridir. Bu politikanın uygulanmasından en çok zarar görecektir işletmelerde, yüksek bir borçlanma seviyesine sahip olan ve yüksek kaldıraç oranı ile faaliyet gösteren işletmelerdir. Bu olumsuz durumla birlikte borç yoluyla fon tedarikinin vekâlet problemlerine dair olumlu etkisi de görülebilmektedir. Yüksek kaldıraç ile faaliyetlerine devam eden işletmelerde, bu kaldıraç seviyesinin yüksekliğinin, işletmenin faaliyet ilkeleri üzerinde kontrolü sağlayıcı ve belli bir düzende devamlılığını sağlayan bir rolü bulunmaktadır. Sağlanan borcun geri ödenmesini gerçekleştirmek amacıyla işletmenin faaliyetlerinden sabit nakit akım yaratılmasının mecbur olunması hem özkaynak değerini artırırken hem de işletmenin piyasadaki değerini aşağı çekecek projelere yatırım yapılmasını engellemektedir. Borcun düzenli bir şekilde ve vadesine uygun olarak ödenmesi aynı zamanda işletmenin piyasalardaki kredibilitesi için büyük önem taşımaktadır. Belirtilen bu nedenlerden

dolayı, işletmedeki yöneticiler özkaynağın vekâlet maliyetleri karşısında, borcun da vekâlet maliyetlerini sağlıklı bir sermaye bileşeni oluşturmak için dikkate almalıdır (Jensen, 1986).

İşletmedeki borçlanma seviyesinin yükseltilmesi, işletmenin faaliyetlerinden sağladığı tüm gelirlerinin özkaynağın sahipleri yani ana hissedarlar tarafından kontrol altına alınması manasına gelmemekle birlikte seviyenin yükseltilmesi aynı zamanda işletmenin iflasının gerçekleşmesine yol açacak nakit çıkışlarının engellenmesini sağlamaktadır (Stiglitz, 1988). Daha önceden belirtildiği üzere sağlanan borç, işletmenin borç sağlayan kurum ya da kişiler tarafından kontrol altına alınmaması için bir kontrol ve disiplin aracı olarak kullanılabilir (Harris ve Raviv, 1990). Vekâlet sorunları sadece özkaynağın sahipleri olan ana hissedarlar ile işletmedeki yöneticiler arasında gerçekleşmemektedir. Bu problem aynı zamanda, borç sağlayan kişi ya da kurumlar ile yöneticiler arasında da gerçekleşebilmektedir (Jensen and Meckling, 1976). İşletmeye fon sağlayanların beklenti içerisinde oldukları kazanç oranı, işletmenin içerisinde bulunduğu risk durumuna göre belirlenmektedir. İşletmedeki yöneticiler, fon sağlayanların işletmeye aktaracağı kaynakları riski yüksek olan yatırım alanlarına kaydırabilirler ve tekrar fon talebinde bulunabilirler. Bu durumun gerçekleşmesi, işletmenin gösterdiği faaliyetlere dair sahip olduğu riski ile işletmenin finansal yapısına dair riskini de artıracaktır. Riskli yatırımların gerçekleşmesi sonucunda işletme gerçekleştirilen bu yatırımlardan bir fayda sağlarsa, bu faydadan yalnız özkaynağın sahiplerinin yarar sağlanmasıyla birlikte, yatırımın herhangi bir kazanç getirmeyecek şekilde sonuçlanması hem borcun vadesinde ödenmesini geciktirecek hem de özkaynağın sahipleri ile borç sağlayanlara da olumsuz olarak yansıtacaktır (Brealey, Myers and Allen, 2011). Bu durumda, beklentilerin dışında gerçekleşen yatırımın sonucunda elde edilen kazanç özkaynak sahipleri tarafından alıkonulurken, işletmeye fon sağlayanlara bu elde edilen gelirden sadece sabit ve daha önceden saptanmış olan faiz ödemeleri yapılacaktır. Borç verenler, işletmede gerçekleşen risk oranının artmasından dolayı ekstra bir kazanç elde edemeyeceklerdir. Vekâlet problemi ile borç arasındaki ilişkide, sağlanan fon kaynağının borç verenlerin menfaatleri doğrultusunda kullanılmaması, borcun vekâlet probleminin kaynağı olarak gösterilmesini işaret etmektedir (Jensen and Meckling, 1976).

İşletmedeki yöneticiler sağladıkları fonları işletmeye nakit akımı sağlayacak ve değeri pozitif olan yatırım alanlarına yöneltmeyip temettü dağıtımında

kullanabilmektedirler. Elde edilmiş olan kaynağın bu doğrultuda değerlendirilmesi sonucunda, iflas sürecinde olan bir işletmenin bünyesinde var olan varlıklarını satış yoluyla elden çıkarıp nakit elde etmesi ve borç ile diğer unsurlara ait yükümlülüklerini yerine getirmesi gerekirken, elde edilen kaynaklar temettü dağıtımı ile işletme dışındaki yerlere aktarılabilir. Bu durumun gerçekleşmesinde, işletmeye borç verenler tahsilatlarında sıkıntı yaşayarak zarara uğrayacaklardır (Brealey et al., 2011).

Dengeleme teorisine baktığımızda, işletmede tek bir dönem için borcun sağladığı vergi avantajı unsuru ile iflas maliyetleri ve borç ile özkaynağın vekâlet maliyetleri aralarında bir denge yaratılmaya çalışılıyorsa, işletmenin statik bir dengeleme teorisini kabul ettiğini söyleyebiliriz. Statik bir model, işletmedeki tek bir döneme odaklanmakta ve hedefe dair herhangi bir ayarlamayı içermemektedir. Bu modelin içerisinde kaldıraç ilişkisi belirtilir fakat işletmenin en uygun sermaye yapısını tespit etmesine dair imkân sağlamaz. Dinamik dengeleme teorisinde ise işletmede birden fazla dönem dikkate alınmaktadır. İşletmeler için varsayılan bir optimum borç seviyesi bulunsa bile bu seviyenin her daim korunması işletme açısından oldukça maliyetli olmaktadır. İşletmede sabit bir kaldıraç oranının yakalanması ve bu oranın devam ettirilmesi amacıyla borç/özkaynak dengelemesinin birçok kez yapılması da yine işletme açısından yüksek işlem maliyetlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. İşletme bünyesinde sabit bir borç seviyesini yakalamak ve bu seviyeyi korumak yerine şartlar el verdiği sürece uygun bir borç koridorunun gerçekleştirilmesi işletme açısından daha uygun olacaktır. Gerçekleştirilecek bu borç koridorunun sınırlarının aşağı ve yukarı yönlü aşılması durumunda ise yine işletme tarafından en uygun sermaye yapısının yakalanması amacıyla bir denge ortamı oluşturulmaya çalışılır (Brennan and Schwartz, 1984).

Dinamik modeli kabul eden işletmelerde, çok sayıda işletmenin sahip oldukları borç oranları çoğu zaman en uygun borç seviyesinden uzaklaşmaktadır. Yapılan çalışmalarda, kaldıraç oranları işletmelerin piyasada var olan değerleriyle ölçülmekte olduğundan, bu kaldıraç oranlarının kısa vadede gerçekleşen özkaynak dalgalanmalarıyla benzeşmediği lakin sadece uzun vadede gerçekleşen değişimleri ortaya çıkardığı tespit edilmiştir (Bessler, Drobetz and Pensa, 2008). Yine dinamik modele dair yapılan araştırmalarda, uzun vadede meydana gelen değişimler ve bunların etkileri ortaya çıkarılmıştır (Hennessy and Whited, 2005; Strebulaev, 2007). İşletmeler hedeflemiş oldukları en uygun sermaye yapısına erişebilmek amacıyla

vermiş oldukları çeşitli kararlardan doğan farklı maliyetleri dengelemeye çalışarak, en düşük seviyede gerçekleşebilecek bir maliyet ile en doğru sermaye yapısı bileşimine erişmeye çalışmalıdırlar. Konuyla ilgili olarak yapılan çalışmalar, tüm işletmeler açısından en uygun sermaye yapısı bileşimine ulaşmada farklılıklar olabileceğini belirtmekle birlikte hedeflenen sermaye yapısına ulaşma hızının önceki durumun aksine tüm işletmeler için yavaş bir şekilde gerçekleştiğini belirtmektedir (Baker and Martin, 2011). İşletmelere ölçek açısından bakıldığında, büyük ölçekli işletmelerin sahip oldukları risklerini çeşitlendirme konusunda daha başarılı oldukları bu nedenden dolayı da iflas riski yaşamama konusunda daha başarılı oldukları görülmüştür. Bu sebeple, ölçek bakımından büyük olan işletmeler iflas riski ile yüz yüze gelmemek için fon tedariki amaçlı olarak daha fazla borçlanma yoluna gidebilirler. Yine işletme bünyesinde yer alan duran varlıklarının sayısı diğer işletmelerin duran varlıklarına nazaran daha çok olan işletmeler, olası bir finansal krizde ya da problemde diğer işletmelere göre riskten daha az etkilenirler. Bu yüzden duran varlıkları görece daha fazla olan işletmeler, diğer işletmelere oranla daha çok borç kullanabilmektedirler (Rajan and Zingales, 1995; Frank and Goyal, 2009). Ölçek açısından daha küçük, duran varlık bakımından daha az sayıda varlığa sahip, maddi olmayan varlık sayısı fazla ve karlılığı düşük olan işletmeler de düşük borç tedariki ile gerçekleştirmekte oldukları faaliyetlerinin finansmanını sağlamalıdırlar (Brealey et al., 2001; Vernimmen et al., 2009).

4.6.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Bu kuramına göre işletmenin sahip olduğu finansman kaynakları ikiye ayrılmaktadır. Bu kaynaklar, iç ve dış kaynaklar olmak üzere iki başlık altında sınıflandırılmaktadır. İşletmenin iç kaynakları, işletmenin dönem sonunda elde ettiği kar üzerinden belirli bir politika doğrultusunda belirlediği fakat dağıtmadığı temettülerden oluşmaktadır. Dış kaynaklar yani işletmenin kendi iç bünyesi dışından örneğin banka ve benzeri finansal kurumlardan sağladığı kısa ve uzun vadeli krediler ile hisse senedi ihracı yoluyla gelir elde edip özkaynak ihtiyacını karşılamaya yönelik kaynakları kapsamaktadır. Finansman hiyerarşisi kuramına göre, işletmelerin sermaye piyasalarında vereceği kararlara dayanak oluşturacak bilginin her koşulda ve her an tam ve eksiksiz olarak temin edilememesi ile birlikte bu piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin yani aktörlerin birbirlerinden ayrı şekilde farklı bilgiye erişiyor

olmaları içerisinde faaliyet gösterdikleri piyasaların çalışma düzeninde sıkıntılara ve problemlere sebep olmaktadır (Myers and Majluf, 1984).

Bu teoriye göre, işletmelerin hedefledikleri borçlanma oranı ve işletme değerinin yükseltilmesi bakımından var olan en uygun bir sermaye bileşimi mevcut değildir. İşletmenin sermaye yapısını oluşturmaya dair verecekleri kararlarda odak noktaları bir borçluluk oranı yakalamak değildir. İşletme için finansman kararlarında önemli olan finansman hiyerarşisine göre bir sermaye yapısı oluşturmaktadır (Myers, 1984). İşletmelerin faaliyetlerinin devamlılığını sağlamak ve yeni yatırımlarda bulunmak amacıyla gereksinimleri olan kaynak ihtiyaçlarını öncelikli olarak kendi iç bünyesinde yer alan kaynaklardan karşıladıkları ortaya konulmuştur (Donaldson, 1961). İşletmelerin finansman ihtiyaçlarını öncelikli olarak kendi iç bünyelerinden karşılamalarına dair yapılan bu çalışma teorik bir temelde incelenerek finansman hiyerarşisi olarak literatüre kazandırılmıştır (Myers, 1984). İşletmeye fon sağlayan kuruluşlar, işletmenin faaliyetlerine ve yatırımlarına dair risklerini işletmenin kendisi kadar bilememektedirler. Tam ve doğru bir bilgiye sahip olamadıklarından dolayı işletmeye aktaracakları fonların üzerine ilgili riskten dolayı oluşabilecek kayıpları önleyebilecek kadar bir prim ekleyerek aktardıkları bu fonlara ait olan faizleri belirlemektedirler. Fon sağlayan kuruluşların bu yönde bir aksiyon almaları da işletmelerin borçlanma maliyetlerinin artış göstermesine neden olmaktadır. Kredi sağlayan işletmelerin yer aldığı piyasalarda gerçekleşen bu durum aynı zamanda pay senedi piyasalarında da gerçekleşmektedir. İşletmelerin kaynak ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla pay senetlerini ihraç etmeleri yoluyla bünyelerine fon aktarmaları hisse senedi piyasalarında da negatif bir algı yaratmaktadır. Bunun temel nedeni ise, bir işletme eğer yeni bir pay senedi ihracına teşebbüs etmişse ihraç edilecek bu hisselerin mevcut değerinin üstünde bir değerden satılacağına dair bir inanış doğmakta bu durumda yeni ihracı sağlanan pay senetleri düşük bir fiyatlama üzerinden değerlendirilmektedir (Frank and Goyal, 2008).

Finansman hiyerarşisi teorisinde özkaynak ile borç tercihiine dair hedeflenmiş bir bileşim oranı mevcut değildir. Teoriye göre işletmenin kaynak tercihinde yapması gereken sıralamanın önce iç kaynakları, daha sonra borç tedarik etmeyi en sonunda da pay senedi ihracı gerçekleştirilmesi şeklinde olduğu belirtilmektedir. Karlılığı yüksek seviyede gerçekleşen işletmeler, kendi bünyelerindeki fonlara duydukları güvenden dolayı mevcut borç seviyelerini daha düşük bir seviyede belirleyebilmektedirler. Bunun düşük bir oranda belirlenmesinin nedeni de borç

yoluyla bir fon teminine ihtiyaçlarının olmamasıdır (Copeland and Weston, 1988). Bununla birlikte karlılığı düşük seviyede gerçekleşen işletmelerde kendi iç bünyelerinden kullanabilecekleri bir fon elde edemediklerinden dış kaynaklar aracılığı ile borçlanmaya yönelirler (Brealey et al., 1999). Finansman hiyerarşisi teorisinde belirtildiği üzere karlılığı yüksek seviyede gerçekleşen işletmeler fon tedariki amacıyla borçlanmaya daha az başvurumaktadırlar. Yapacakları yatırımlar için ihtiyaçları olan kaynakları borçlanma ya da pay senetlerini ihraç ederek elde etmezler. İşletmenin yeni pay senetlerini ihraç etmede yaşayacağı isteksizlik yönetim ile pay sahipleri arasındaki asimetrik bilgi sorunundan dolayı kaynaklanmaktadır (Web 44, 2005). Belirtildiği üzere karlılığı yüksek gerçekleşen işletmeler getirisi yüksek olan yatırım imkânlarını değerlendirmek için çoğunlukla en uygun seviyeden daha aşağı bir seviyede borçlanma oranı kullanmayı seçerler. Bundan dolayı ortaya çıkardıkları finansal fazlalıkları da değerlendirme imkânına sahip olurlar. İşletmenin tekrardan bir fon kaynağına gereksinimi olduğunda daha önceden yarattıkları bu finansal fazlalıkları kullanırlar (Vasiliou, 2005, akt. Oruç, 2008).

Finansman hiyerarşisi teorisi işletmelerin kaynak sağlamaya yönelik gösterdikleri aksiyonlar ile ilgili olarak aşağıda yer alan varsayımları ortaya koymaktadır (Myers, 1984):

- a) İşletmeler kaynak ihtiyaçlarında ilk olarak kendi iç bünyelerinde yer alan kaynakları tercih etmektedirler.
- b) Yapılacak olan kâr payı dağıtımları, olası yatırım imkânları ile uyum gösterecek şekilde gerçekleştirilir. Fakat bu uyum politikası ancak kademeli olarak gerçekleştirilebilir.
- c) Kâr payına dair yapılacak ödemeler, işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği gelirler ile yatırım imkânlarında görülen değişimlere rağmen düzenli bir şekilde yapılmalıdır.

İşletme şayet fon ihtiyacını kendi iç bünyesinden karşılayamıyorsa dış kaynak sağlamaya yönelmelidir. Dış kaynak sağlamada ise öncelikli olarak risk bakımından en düşük seviyede olan borçlanma aracı seçilmelidir. Buna örnek olarak, borç, hisse senedine çevrilebilir tahviller, tahviller ile son seçenekte de pay senedi ihracı gelmelidir.

İşletmelerin fon sağlamaya dair seçimlerine yönelik olan bu hiyerarşik yaklaşım, asimetrik bilgiden dolayı kaynaklanan bir etkinin fon kaynağına yönelik gösterdiği etki nedeniyle kabul görmektedir. İşletmenin fon ihtiyacını karşılamada

kullanacağı kendi iç bünyesinde yer alan dağıtılmayan karların tercih edilmesi asimetric bilginin mevcudiyetinden etkilenmezken, öncelikli olarak borç ve daha sonra özkaynağa dayalı menkul değer ihraçları asimetric bilgiden dolayı farklı şekilde yorumlara sebep olmaktadır. İşletmelerin finansman hiyerarşisi teoremini kullanmalarındaki başlıca sebepler, piyasadaki denetimlerden sakınmak, fon sağlamadan dolayı kaynaklanan işlem maliyetleri ile asimetric bilgiden dolayı kaynaklanan olumsuz etkileri minimum seviyelere çekmektir (Donaldson, 1961; Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984). İlgili teoride, işletmenin iç bünyesinde yer alan yer alan kaynaklar örneğin net kar gibi yüksek olduğunda, borçlanma seviyelerinin düşük olarak gerçekleşmeleri beklenmektedir.

Finansman hiyerarşisi ile dengeleme teorilerinin, işletmelerin finansman sağlamaya yönelik olarak verdiği kararlara olan etkilerinin incelendiği çalışmalarda işletmelerin sahip oldukları borç miktarının, hedeflemiş oldukları borç seviyelerine ulaşamamış olmalarından daha çok gerçekleşen finansal açıklıklardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmalardan elde edilen sonuçlara ek olarak finansman hiyerarşisi teorisi, işletmelerin sermaye yapılarına dair vermiş oldukları kararlarını geleneksel statik dengeleme yaklaşımına göre daha iyi bir şekilde açıklamaktadır (Shyam-Sunder and Myers, 1999). İşletmelerin sermaye yapılarını oluşturma esnasında finansman hiyerarşisi teorisi ile statik dengeleme teorilerinden hangisine dair bir tercih göstereceklerine dair bir görüş birliği bulunmamaktadır. Burada dikkate alınması gereken nokta ise her iki teoriyi de sağladığı avantaj ve var olan dezavantajları ile birlikte değerlendirmenin doğru olduğudur. Dengeleme teorisi, işletmelerin uzun vadeli finansal hedefleri ile stratejilerine yönelmektedir. Dengeleme teorisinde, borcun vergi kalkını unsuru ile finansal sıkıntıdan kaynaklanan maliyetler önemli olmaktadır. Finansman hiyerarşisi teorisinde ise, işletmeler yatırımda kullanmak amacıyla ihtiyaçları olan fonları işletme dışında ararlar ve bunu elde edebilmek amacıyla strateji gerçekleştirirler. Finansman hiyerarşisi teorisi, işletmelerde kısa vadeli finansal kararlara yönelmeyi öngörmektedir. Bu iki teori, işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmada ve finansman kararlarında kullanım açısından önem taşımaktadır. İşletmeler, sermaye yapılarında uzun vadeli bir hedefi takip etmek isteseler bile, yeni bir pay senedi ihracı ortaya çıktığında bu uzun vadeli takip hedeflerinden cayabilirler. Bundan dolayı, sermaye bileşimlerini oluşturma konusunda dengeleme teorisini tercih etmek

isteyen işletmeler de kısa vadede de uygulamak üzere finansman hiyerarşisi teorisine yönelebilirler (Baker and Martin, 2011).

Finansman hiyerarşisi teorisi ile ilgili olarak, finansman hiyerarşisi teorisi ile asimetrik bilgiyi destekleyen araştırmalar gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalarda, yeni bir pay senedi ihracında bulunarak kaynak tedarik eden işletmelerin piyasada olumsuz bir algı yarattıkları ve asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim sebebiyle işletmelerin hisse senedi fiyatlarında düşüşlerin yaşandığı gözlemlenmiştir (Krasker, 1986). Konuyla ilgili olarak yapılan diğer çalışmalarda ise, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların işletmeye yatırım yapacakları zaman kaynaklarını aktardıkları yatırımın getirisine dair işletme içerisindeki yöneticiler kadar bilgi sahibi olamamasından dolayı değişik kalitede yatırım projelerine sahip işletmeleri birbirlerinden ayırt edememe probleminin ortaya çıkacağı ve kaliteli yatırım projelerine sahip işletmelerin de piyasadaki çekilmek zorunda olacakları belirtilmiştir. Gözlemlenen tüm bu sıkıntılar bilgi asimetrisinden dolayı kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı, portföylerinde getirisi yüksek olan yatırımları bulunduran işletmeler teminata sahip olmadığı zamanlarda dış kaynaklara yönelerek gerçekleştirecekleri yatırımlarının finansmanını sağlayabileceklerdir (Narayanan, 1988). İmtiyaza sahip pay senetlerinin bir finansman alternatifi olarak kullanılması durumu ise bu pay senetlerinin yatırım sahiplerine sabit ve ayrıcalıklı bir kazanç sağlamayı önermesi nedeniyle cazip bir konumda olması ve işletmenin mevcut kredibilitesinde artış meydana getirmesinden dolayı imtiyazlı pay senetleri, karlılığı yüksek olan yatırım imkânlarının değerlendirilmesi açısından önerilmektedir (Heinkel and Zechner, 1990).

Finansman hiyerarşisi teorisiyle ilgili olarak yukarıda ifade edilen tüm bu bilgilere göre bu teoride işletmelerin sermaye yapıları optimal bir şekilde değildir. İşletmeler için optimal bir sermaye yapısı bulunmamaktadır. Bundan hareketle işletmelerin hedefledikleri bir borçlanma oranları da bulunmamaktadır. Bu teoride, en uygun sermaye yapısı ile hedeflenen borçlanma oranı yerine işletmelerdeki borca dair bir sinyal sorunu ve asimetrik bilgiden kaynaklanan problemler bulunmaktadır. Finansman hiyerarşisi teorisine göre finansman politikası izleyecek bir işletme, ilgili teoride belirtilen sıralamaya uygun bir şekilde davranmalıdır. Çünkü fon ihtiyaçları için finansman hiyerarşisi teorisini kendisine rehber edinen bir işletmenin değeri de bu politikadan etkilenmektedir. Bu bilgilere ek olarak, bünyesinde maddi duran varlıkları yüksek bir seviyede olan işletmeler ile büyüme hızı yüksek olan işletmeler

bakımından da finansman hiyerarşisi teorisi incelenmiştir. Son olarak, maddi duran varlıkları çok olan ve yüksek bir büyüme hızına sahip olan işletmelerin borçlanma seviyelerinin de yüksek olarak gerçekleştiği iddia edilmiştir (Can, 2013).

4.6.7. Temsilcilik Maliyetleri Teorisi

İşletmelerde vekâlet maliyetlerine dair yapılan ilk çalışma Jensen ve Meckling tarafından gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen çalışmada, pay senetleri sahipliği ile işletmenin kontrolünün birbirlerinden ayrı olması halinde, işletmenin hissedarları ile yöneticiler arasındaki menfaat ilişkisi incelenmiştir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009). Jensen ve Meckling tarafından ortaya konan bu teoride, işletmenin ana hissedarları yani sahipleri kendilerine ait olan karar yetkisini kullanmaları amacıyla bir sözleşme ile başka bir kişi ya da kişilere devretmektedir. Bu sözleşme ile oluşturulan ilişkide, her bir taraf da menfaatlerini çoklaştıracak şekilde hareket ederse, yöneticinin yani temsilcinin her daim temsil ettiği kişilerin diğer bir ifadeyle işletme sahiplerinin menfaatleri yönünde hareket edeceği öngörülmüştür. İşletmenin sahipleri ya da işletmedeki hissedarlar, yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etme konusundaki uç davranışlarını minimize etmek için bir takım izleme maliyetlerine katlanarak yöneticilerin pay sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir politika izleyebilmelerini sınırlandırabileceklerini belirtmişlerdir. Buna ek olarak yöneticilerin işletmenin çıkarlarına aykırı bir karar alıp ana hissedarları zarara uğratmalarını engellemek amacıyla kendilerini temsil etme konumunda bulunan yöneticilere birtakım ödemelerde de bulunabilecekleri öngörülmüştür. Vekâlet kuramı, işletme ile ilgili finansal kararlarda hem işletme sahiplerinin hem de temsil eden konumunda bulunan yöneticilerin rasyonalist bir davranış sergileyeceğini belirtmektedir. Bir işletmenin vekâlet maliyetleri ile karşılaşmaması işletmenin ancak özkaynak ve risk içermeyen bir borç ile finansmanının sağlanması durumunda gerçekleşmemektedir. Lakin vekâlet teoreminde, işletmede yer alan yöneticilerin her daim kendi şahsi refah ve menfaatlerini düşünerek aksiyon aldıkları belirtilirken, ana pay sahipleri ile yöneticilerin birlikte ortak hareket ettikleri durumun ancak işletmenin el değiştirmesi durumunda gerçekleştiğini belirtmişlerdir (Jensen and Meckling, 1976).

Vekâlet maliyetleri, işletmeyi temsil eden konumunda bulunan yöneticilerin davranışlarından ortaya çıkan dolaylı ve dolaysız maliyetler ile alakalıdır. Yöneticiler işletme sahiplerinin değerini ve refahını çoklaştırmaya çalıştıklarında, işletmeye borç

veren kurumlar temsilciliğe dair bir kuşku taşımaktadırlar. Bunun temel nedeni ise, borç verenlerin işletmede yer alan yöneticiler tarafından suiistimale uğratılabileceği ya da yanlış bir bilgilendirmeye tabi tutulabileceğine dair bir düşüncenin söz konusu olmasıdır (Arnold, 2002). Böyle bir durumda, vekâlet maliyetleri, işletmenin menfaatleri hakkında yöneticiler ile pay sahipleri arasında bir öncelik oluşmaması halinde gerçekleşmektedir (Margaritis and Psillaki, 2007).

Bir işletmenin sermaye yapısı kararları, pay sahipleri, borç sağlayanlar, işletme yönetimi ile diğer hissedarlar arasında isteklendirici ve özendirici bir durum meydana getirmektedir. Vekâlet maliyetleri, işletmede yer alan farklı pay sahiplerinin birbirlerinin sergiledikleri davranışları kontrol etmeyi düşündükleri zaman göz önüne çıkmaktadır (Van Horne, 2002). Vekâlet konusu sermaye yapısına dair kararlar ile ilgili olarak iki sınıfta incelenmektedir (Swanson et al., 2003). Bu sınıflar ise: işletmedeki yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki ilişkiler ve pay sahipleri ile işletmeye kaynak sağlayanlar arasındaki ilişkiler şeklinde betimlenmektedir. Yukarıda daha önceden ifade edildiği üzere yöneticiler, işletmenin sahiplerini temsil eden kişilerdir. Bu temsil yetkisi, işletme sahipleri tarafından kendi menfaatlerinin korunması karşılığında verilmektedir. Bu durum doğrultusunda vekâlet maliyetleri, yöneticilerin sergilemiş oldukları performans ile asimetric bilgiden kaynaklanan problemler olmak üzere iki sebepten kaynaklanmaktadır.

Bu ilişki içerisinde vekâlet teoremine dair beliren ikinci sorun ise, işletmeye borç veren kişi ya da kurumların, işletmenin sahibi olduğu sermayesini içerisinde buldukları an ile gelecek dönemlerde ne şekilde harcayabileceği ile işletmenin sermaye yapısının gelecekte ne şekilde gerçekleşebileceğine dair beklentilerinden doğmaktadır (Gitman, 1991). Borç sağlayanlar ile pay sahipleri arasındaki vekalet maliyetleri, risk yüksek olan yatırım projelerinde ve bu yatırım projelerine dair muhtemel olan yüksek kazanç beklentilerinde oluşmaktadır (Swanson et al., 2003). Bu belirtilen durumlar ile birlikte vekâlet maliyetleri çoğu zaman işletmedeki pay sahipleri ile yöneticileri arasında gerçekleşebilecek menfaat sorunlarından doğan maliyetleri belirtmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2004).

Özkaynak oranı yüksek ya da karlılık sebebiyle nakit miktarı fazla olan işletmelerde ortaya çıkan bu şekildeki finansal fazlalıklar, yöneticiler tarafından verim sağlamayabilecek yatırımlar ile kendi menfaatleri doğrultusunda yer alan konularda kullanılabilir (Jensen and Meckling, 1976). Bu durumun önemi, işletmenin faaliyetlerine bağlı olarak oluşan nakit akışının tam ve doğru bir şekilde

ancak işletmede yer alan yöneticiler tarafından bilinebiliyor olmasından ileri gelmektedir. Bu yöneticiler dışında kalan diğer aktörler ise işletmenin nakit akımlarına dair gerçek durumunu sadece iflas ile işletmenin tasfiye sürecine girdiği zaman anlayabilmektedirler (Web 43, 2004). İşletmenin sermaye bileşiminde borç yoluyla tedarik edilen fonların varlığının artış göstermesi diğer bir ifade ile borç seviyesinin yükseliş göstermesi, işletmenin serbest nakit akımlarında kısıntı meydana getirerek yöneticilerin kontrol altına alınmasına dair bir sistem yaratmaktadır (Jensen, 1986). İşletmenin aldığı borçlara dair geri ödeme zorunluluğunun olması ve buna ek olarak pay sahiplerine kâr payı dağıtabilme durumunun gerçekleşebilmesi için işletme kaynaklarının kazanç getirecek projelere yatırılması gerekmektedir. Mevcut zorunluluklar ve yükümlülükler, işletmedeki yöneticileri sahip oldukları kaynakları en iyi şekilde değerlendirilebilecekleri alanlara yönelterek işletmenin sahip olduğu değeri çoklaştırmalarını amaçlamaktadır. Bu yüzden borç yoluyla finansman sağlanması, taraflar arasında görülen vekâlet maliyetlerini azaltıcı bir etken olacaktır. Bir işletmenin borç seviyesinin yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi sağladığı gelirlerinin tamamının denetlenmesine imkân vermemektedir. Lakin yüksek düzeyde gerçekleşen bu borç seviyesi, işletmenin iflasına yol açabilecek önemli büyüklükteki nakit akışlarının kontrolden çıkmasını önleyebilmektedir (Stiglitz, 1988). Yüksek borç oranına sahip işletmelerdeki yöneticilerin bugünkü değeri yüksek olan yatırım projelerini işleme almamaları sağlanan kaynakların aldıkları borcun geri ödenmesine ayrılmasına sebep olacaktır (Stulz, 1990). Dikkat edilmesi gereken husus ise, işletmedeki yöneticilerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin altında kazanç getiren bir yatırım yapmalarına olanak sağlanmamasıdır.

İşletmenin bir başka işletmeyi satın almak istediği zamanlarda da vekâlet problemleri ortaya çıkmaktadır. İşletmenin hâkim hissedarları her zaman elde ettiklerinden daha fazla bir kazanç sağlama imkânına sahip olabilecekken, yöneticiler mevcut durumlarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabileceklerdir. Bu durumun gerçekleşmesi durumunda işletmedeki yöneticiler mevcut borç seviyesini yükseltici aksiyonlar alarak satın alma işlemini zorlaştırma yoluna gidebilirler (Jensen and Ruback, 1983; Stulz, 1990). Satın alma işlemini caydırıcı kılmamaya yönelik bu önlemlerin genel adına paydaş hakları planı denilmektedir. Bu plan içeriği itibarıyla, satın alınmak istenen işletmeye dair satın alma durumunun gerçekleşmesi halinde var olan paydaşların kendi işletmelerinin ve satın alma işlemini gerçekleştiren işletmenin paylarını eskiye oranla daha düşük bir fiyat ile satın alması ve sonrasında işletmenin

yönetim kurulunda önceki paydaşların fikirlerini açıklayabilme hakkı ve benzeri birtakım unsurları kapsamaktadır (Eckbo, Masulis and Norli, 2007). Satın alma işleminin gerçekleşmesini engellemeye yönelik bu tür durumlar, pay sahiplerinin kazançlarını azaltıcı yönde bir etkide bulunmaktadır. Bu tür engellere daha çok sahip oldukları işletmenin pay oranı düşük seviyede olan yöneticiler başvurmaktadır (Malatesta and Walkling, 1988).

Vekâlet maliyetlerinin işletmelerin sergilediği borca dayalı fon sağlama politikaları üzerindeki etkisine dair yapılan bir çalışmada, yüksek seviyede pay sahipliği bulunan yöneticilerin yer aldığı işletmelerin, düşük seviyede pay sahipliği bulunan yöneticilerin yer aldığı işletmelere nazaran daha fazla borç oranına haiz oldukları gözlemlenmiştir (Kim and Sorensen, 1986). Konuyla ilgili olarak diğer bir çalışmada ise yukarıdaki durumun zıttı olarak gerçekleşen bir sonuç ile karşılaşmıştır. Bu durumda, yöneticilerin işletme içerisinde sahip oldukları pay oranları artış gösterdikçe, riski daha az almayı istemekte ve borç yoluyla finansman sağlamayı eskiye oranla azaltmaktadırlar (Friend and Lang, 1988).

Vekâlet maliyetleri, menfaat gruplarının işletmeye dair bilgilere erişimde eşit şartlara ve aynı koşullara sahip bulunmaması ile beraber hareket edememeleri yüzünden artış göstermektedir (Wolf, 2002, akt: Akman, 2012). Vekâlet maliyetlerinde gerçekleşen bu artışlar ile birlikte aynı zamanda pay sahiplerinin yapılarında da birtakım değişimler gerçekleşmiştir. Buradan hareketle bireysel yatırımcılar bir araya gelerek işletmeler kurmak suretiyle vekâlet maliyetlerinin gerçekleştiği işletmeleri daha sık bir şekilde denetim altında tutmaya ve işletmenin gerçekleştireceği yatırımlarda yönlendirici bir rol üstlenme gayretine girişmişlerdir (Samuels, 1991, akt: Akman, 2012). İşletmedeki pay sahipleri ile mevcut yöneticiler arasındaki vekâlete dayalı maliyetleri minimumda tutmak sebebiyle bir takım teşvik sağlayıcı ve kontrol esaslı araçlar kullanılmaktadır. İşletmenin faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelire dayalı primler, yöneticilere işletmenin paylarından verilmesi ile yüksek maaş şeklindeki teşvikler yöneticilerin sergileyeceği performansın eskiye nazaran daha çok artış göstermesine ve pay sahipliği değerinde artış sağlanmasında etkin bir rol üstlenmektedir (Kaplan, 1994). Piyasanın tüm unsurlarıyla birlikte eksiksiz olduğu bir durum dâhilinde, işletmenin değerinde azalış meydana gelmesinde vekâlet maliyetlerinin etkileri kusursuz bir şekilde farkındalık yaratacak ve ilgili maliyetler yöneticilerin mevcut pozisyonlarını kaybetmelerine bile sebep olabilecektir (Pike and Neale, 2003).

Pay sahipleri ile işletmedeki yöneticiler arasında vekâlet maliyetine neden olabilecek dört temel menfaat çatışması kaynağı bulunmaktadır. Bu kaynaklar: risk unsurunun kaynak sağlayanlara transfer edilmesi, kâr payı ödemelerinde artışa gidilmesi, borç verenlerin haklarının ihlal edilmesi, kar sağlayacak yatırımların sayısında azalış meydana gelmesi ya da iptalinin sağlanmasıdır (Smith and Warner, 1979). İşletmenin borçlanma seviyesinin yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi, gelir aktarımının borç sağlayanlardan pay sahiplerine olacak bir şekilde gerçekleşmesine neden olmaktadır (Fama and Miller, 1972). Riskin yüksek olarak öngörüldüğü bir yatırım projesinin gerçekleşmesi ve sonucunda da kar elde edilmesi durumunda mevcut getirinin büyük çoğunluğu paydaşlara aktarılacaktır. Borç verenler ise bu durumda sadece anaparaya ait olan ve önceden saptanmış faiz gelirlerini elde edeceklerdir. Yatırımın beklenildiği gibi olmaması durumunda, diğer bir ifadeyle beklenen gelirin elde edilmemesi ve gerçekleşen riskin işletmenin iflasına sebep olması durumunda borç sağlayanlar oluşan tüm maliyetleri üstleneceklerdir (Vernimmen et al., 2009). Böylelikle oluşan risk, paydaşlardan borç veren kuruluşlara aktarılacaktır.

İşletme gerçekleştirmeyi planladığı kâr payı politikasının istikrarlı bir şekilde devam edeceğini düşünerek bu doğrultuda tahvil ihracında bulunduktan sonra, ihraçta geçerli olan koşullarda değişiklikler meydana getirebilir ve paydaşlara verdiği kar paylarını artırarak gerçekleştirmeyi planladığı yatırım projelerinin iptalini sağlayabilir. Buna ek olarak kötü niyetli paydaşlar, işletmenin sahibi olduğu varlıkların satışını gerçekleştirerek elde çıkartabilir ve iflas sürecine getirdikleri işletmeyi borç sağlayanlara bırakabilirler. Kredi sağlayanların bu durumdan zarar görmesinin en büyük nedeni ise, işletmenin tasfiye edilmesinin ödenmekle yükümlü olan borçlara yetmemesi durumudur (Brealey et al., 2001).

İşletmedeki paydaşlar ilk başlarda borçlanma politikası konusunda tutarlı davranıp, sağlamayı planladıkları borç miktarına karşılık olarak teminat gösterebilecekleri varlıkları beyan edip, kullanacakları iskonto oranını da bu belirtilen şartlar dâhilinde saptamışken, oluşturdukları stratejilerinde değişikliğe giderek yeni bir borç elde etme yolunu seçebilirler. Bu temini sağlanmaya çalışılan yeni borç öncelik bakımından daha ön sırada ya da önceden temini sağlanmış borç ile öncelik bakımından aynı hakka sahip olduğunda, işletmeye önceden borç vermiş olan kredi kurumlarının sahip oldukları hakları ihlal edilmiş ve temin edilen borç daha da riskli bir hal almış olur. Pay sahipleri tarafından elde edilen riskli borç temini, risksiz

borç teminini sağlayan düşük bir iskonto oranı ile gerçekleştirilmiş gibi gözüktür. İki işlem arasında meydana gelen fark, kredi veren kuruma zarar olarak yansımaktadır (Finnerty, 2007).

Bilakis işletmenin yapacağı yatırımlardan sağlayacağı gelirlerin kredi veren yani borç sağlayan kuruluşlar ile paylaşıldığı hallerde, pozitif net bugünkü değere sahip bulunan yatırım projeleri iptal edilerek yatırımlarda azaltmaya gidilebilmektedir. Oluşan bu durum, kredi sağlayanlar ile pay sahipleri arasında vekâlet maliyetlerine yol açmaktadır (Myers, 1993). Borç sağlayanlar, İşletme ile kendi aralarında oluşan vekâlet maliyetlerini minimize etmek amacıyla aralarında oluşturdukları borç sözleşmesine, finansal durumu gösteren denetim raporlarının yayınlanması, kâr payı ödemelerinde kısıtlanmaya gidilmesi, ilave borçlanmaların önlenmesi veya sağlanması zorunlu ise de bu olası edinimin belirli birtakım koşullara dayandırılması gibi birtakım maddeleri ekleyebilirler (Kalay, 1982). Bunlara ek olarak, var olan yasaların kullanılması, elde edilecek borçlara karşı teminat sunulması, pay senedine dönüştürülebilir tahvillerin ihraç edilmesi gibi metotlarda borç verenler ile pay sahipleri arasındaki mevcut vekâlet maliyetlerine azaltıcı bir etki yapabilmektedir (Web 43, 2004).

Borca dair ortaya çıkan vekâlet maliyeti, verilmiş olan yanlış yatırım kararları sebebiyle paydaşların servetinde bir değer kaybı meydana getirir. Bu yüzden borç yoluyla finansman sağlayan işletmeler, borcun yarattığı fayda ile vekâlet maliyeti arasında mutlak surette bir denge kurmalıdırlar.

Sonuç olarak özkaynağa dayalı olarak oluşan vekâlet maliyetini minimize etmek için işletmenin borç oranında artış yoluna gitmek, borca dayalı vekâlet maliyetlerinde düşüş sağlamak içinse borç oranında azalış meydana getirmek gerekmektedir. Buradan hareketle, vekâlet maliyetleri açısından en uygun borç oranı, genel vekâlet maliyetlerini minimum seviyede kılan bir borç oranıdır (Gürsoy, 2007).

4.6.8. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Piyasa zamanlaması teorisi, işletmelerin sahip olduğu pay senetlerinin fiyatlarının yüksek olduğu bir zamanda pay senedi ihracında bulunarak, bu ihraç ettiği pay senetlerini fiyatların düşük olduğu bir zamanda geriye satın alması ve borçlanma maliyetlerinin düşük olarak seyrettiği periyotlarda borç yoluyla finansmana yoğunlaşarak periyodik şekilde meydana gelen imkânları göz önünde bulundurması neticesinde sermaye bileşimlerini meydana getirdiklerini

belirtmektedir. Piyasa zamanlaması teorisine dair yapılan araştırmalarda, şletmelerin pay senetlerinin fiyatlarının düşük olarak gerçekleştiği zamanlarda borçlanma yoluyla finansmanlarını sağladıkları bunun yanında pay senetlerinin yüksek olarak gerçekleştiği zamanlarda da yeni pay senedi ihracı yoluyla sermaye yapılarına kaynak sağladıkları belirlenmiştir (Taggart, 1977; Marsh, 1982).

Özetle belirtmek gerekirse bu teori, pay senetleri fiyatları artışa geçtiğinde yeni pay senetleri ihraç etmeyi, bunun tersi olarak da fiyatlar düşünce ise ihraç ettiği pay senetlerini geriye dönük alış yoluyla sermaye yapılarını meydana getirmelerini ifade etmektedir. Teorideki amaç, özkaynak maliyetlerinde meydana gelecek herhangi bir değişimden imkân ortaya çıkartmak ve finansal duruma dair sıkıntılar sonucu oluşan maliyetleri minimum seviyeye çekmeye gayret ederek finansman imkânı elde etmektir (Sayman, 2012).

Konuyla ilgili olarak yapılan diğer çalışmalarda ise, şletmenin pay senetlerinin içerisinde bulunduğu an itibariyle gerçekleşen pay senetlerinin fiyatı, daha önceki dönemlerde oluşan fiyatlara nazaran yüksek bir düzeyde fiyatlanmışsa şletme finansman yapısını oluştırmada yabancı kaynağı değil, yeni bir pay senedi ihracında bulunarak kaynak sağlamayı tercih edecektir. Bununla birlikte, şletmenin an itibariyle pay senetlerinin oluşan fiyatı önceki dönemlerdeki oluşan fiyatlara göre göreceli olarak düşük bir şekilde gerçekleşmiş ise bu şletmenin piyasa var olan pay senetlerini geri satın alma yoluyla bünyesine katacağı belirtilmiştir (Hovakimian et al., 2001; Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen, 1995).

Piyasa zamanlaması teorisi ilgili yapılan diğer çalışmalarda, bu teoriye göre şletmelerin sermaye bileşimlerinin daha önceki dönemlerde şletmenin piyasada oluşan değerleriyle yakın bir ilişkisinin olduğu ve bu yakın ilişki ile birlikte teorinin piyasada mevcut olan koşullara uygun bir şekilde yapılan fırsatları değerlendirme gayretlerinin genel bir çıktısı olduğu ortaya konulmuştur. Teoriye göre şletmelerin daha önceden belirlenmiş ve gerçekleştirmeyi planladıkları bir sermaye yapısı bulunmamaktadır. Sermaye yapısı, piyasa zamanlaması teorisine göre yapılan faaliyetlerin neticesinde oluşmaktadır ve uzun dönemler boyunca devamlılık sağlamaktadır. Bu teori iki adet varsayım ile izah edilebilmektedir. Bunlar:

- a) şletmede var olan yöneticilerin ve potansiyel pay senedi sahiplerinin piyasada işlem gerçekleştirirken ve yapacakları işlemlere dair karar verirlerken rasyonel bir şekilde davrandıkları kabul edilmektedir. Bunun tersi olarak ise, yöneticiler ile pay senedi sahiplerinin asimetric

bilgiden kaynaklanan problemler ortaya çıktığı zaman rasyonel davranamadıkları düşünülmektedir.

- b)** İşletmedeki potansiyel pay senedi sahipleri yapacakları işlemlere dair rasyonel şekilde bir karar veremediklerinden dolayı, yöneticilerin yeni pay senedi ihracı yoluyla kaynak sağlamayı bu işleme dair maliyetlerin düşük olarak gerçekleştiği zamanları seçerek, piyasa zamanlamasına göre sermaye yapılarını oluşturabilecekleri belirtilmiştir (Baker and Wurgler, 2002).

Kusursuz olarak işleyen piyasalarda, işletmelerin pay senetlerinin fiyatlarında meydana gelen değişimler, pay senedinin gerçek değerine yakın bir şekilde değerlendirilecektir. Bunun farkında olan işletme yöneticileri, işletmenin mevcut değeri yüksek bir seviyede değerlendirildiği zaman pay senedi ihracına başvurarak kaynak elde etmeye çalışacaklardır (Flannery and Rangan, 2006). Burada ifade edilmek istenen, piyasa zamanlaması teorisine göre sermaye yapılarını oluşturmaya çalışan yöneticilerin var olan asimetrik bilgi etkisini işletmenin hali hazırdaki pay sahiplerine avantaj sağlayacak bir şekilde kullanıyor olmalarıdır.

Yapılan bir araştırmada, işletmedeki yöneticilerin büyük bir çoğunluğu pay senetlerinin düşük ya da yüksek bir şekilde değerlendirmeye tabi tutulmasının işletmenin pay senedi ihracında bulunma kararında en etkili faktör olduğunu belirtmişlerdir. Yöneticilerin, piyasada düşük seviyede faiz oranları oluştuğunda gerçekleştirecekleri kısa ve uzun dönemli tahvil ihracının sermaye maliyetlerinin azaltılmasında yönelik bir amaç taşıdığı belirtilmiştir. Ortaya çıkan sonuçlar, işletmedeki yöneticilerin sermaye yapılarını oluşturmaya yönelik karar verirken piyasa zamanlamasını göz önünde bulundurarak karar verdiklerini göstermektedir (Graham and Harvey, 2001).

Kısaca ifade etmek gerekirse bu teori, yöneticilerin sermaye yapılarını oluşturmaya çalışırken en avantajlı ve uygun kaynağı bulmak amacıyla piyasada meydana gelen değişimleri süreklilik arz edecek bir şekilde izlediklerini ve elde ettikleri izlenimleri doğrultusunda karar aldıklarını açıklamaktadır. Keza bu izleme sonucunda karar alırken piyasa asimetrik bilgiyi yani bilgiye ulaşmadaki fırsat eşitsizliğini de yayabilmektedirler.

4.6.9. İşaret (Sinyal) Teorisi

Asimetrik bilgiden kaynaklanan problemler temel alınarak ortaya çıkan bir diğer sermaye yapısı teorisi de işaret yaklaşımıdır. İşletmede yer alan yöneticiler doğal olarak piyasada yer alan yatırımcılara oranla işletmenin faaliyetleri ve yapmayı planladığı yatırımlardan ileriki dönemlerde elde edeceği gelirlere dair çok daha fazla bilgiye sahiptirler. İşletmedeki yöneticilerin vereceği kararlar sebebiyle finansal bir sıkıntı yaşaması sonucunda çeşitli yaptırımlar ile karşı karşıya kalacağı gerçeği ve bundan dolayı verecekleri kararlarda işletmeyi finansal bir sıkıntı ile yüz yüze getirmekten kaçınarak sıkıntıya yol açacak düzeyde borçlanmaya girmemelerine dair düşünce, işletmenin borç kullanma politikasını piyasadaki yatırımcılar için güven veren bir işaret haline getirmektedir. İlgili teoride yatırımcılar, işletmenin giderek artan borçlanma seviyesini işletmenin yüksek bir kaliteye sahip olduğu düşüncesi şeklinde yorumlamaktadırlar. Bunun tersi olarak yatırımcılar tarafından kalite bakımından daha aşağı seviyede algılanan işletmeler, yüksek seviyede bir borçlanma politikası güderlerse yukarıda belirtilen kaliteli olarak algılanan işletmelere nazaran daha fazla marjinal iflas maliyetine sahip olacaklardır. Bu marjinal iflas maliyetine sahip olan işletmeler bundan dolayı daha fazla borçlanarak borçlanma seviyelerini yükseltmeyecekleri için herhangi bir taklit yoluna da gidemeyeceklerdir (Harris and Raviv, 1991). Sonuçta işletmenin karlılığı ile işletmenin sahip olduğu borç/özkaynak oranı arasında pozitif bir ilişki oluşacaktır (Ross, 1977).

Sinyal teorisine dair yapılmış olan iki çalışmada bu teorinin ana hatları açığa çıkarılmıştır. Çalışmada, yöneticilerin işletmenin sahip olduğu menkul değerlerin gerçek değerine erişebilmesi nedeniyle işletmenin geleceğine dair beklentileri piyasadaki potansiyel yatırımcılara sinyaller göndererek ulaştırdıkları görülmüştür. Teoride anlatılan iletim ise işletmedeki yöneticilerin sermaye yapısında meydana getirecekleri değişimler ile aktarılabilir. Bu modele göre, yöneticiler işletmenin kaldıraç oranını tespit etmektedirler. İşletmenin sahip olduğu pay senetlerinin piyasada olması gerektiği değerinden az ya da fazla değerlendirilip değerlendirilmediğine bakılarak, daha önceden tespit ettikleri kaldıraç oranında değişim meydana getirerek piyasadaki yatırımcılara sinyal iletirler (Ross, 1977; Leland and Pyle, 1977).

Sinyal teorisinde yukarıda ifade edildiği üzere, değeri yüksek olan işletmeler yüksek bir kaldıraç oranına sahip olan işletmelerdir (Noe, 1988). Piyasadaki

yatırımcılar, yüksek bir borçlanma oranı ile faaliyetlerine devam eden işletmelere dair olumlu bir yargıya sahip olabileceklerdir. Bunu sebebi ise, yüksek bir borç seviyesine sahip olan bir işletmenin, tedarik ettiği borca ait olan faiz ve borç ödemeleri sebebiyle bir yükümlülük altına girmesi ve bu sebepten dolayı da yapacağı yatırımlara dair yüksek bir gelir beklentisinde olduğunun sinyallerini yatırımcılara iletiyor olmasıdır (Megginson, 1997).

İşletmenin gerçekleştirmeyi planladığı bir yatırım projesinin finansmanını hangi yolla sağlayacağı yani borç/özkaynak oranında nasıl bir düzenleme yapacağı, işletme tarafından piyasadaki yatırımcılara gönderilen bir sinyal olarak görülmektedir. Eğer yeni bir pay senedi ihracı durumu söz konusu ise, işletmenin olması gerekenden daha değerli olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte yeni borç ihracı durumunda da işletmenin olması gerektiği değerden daha alt seviyede bir değere sahip olduğu algısı oluşmaktadır (Güner, 2016).

İşletmenin sermaye yapılarını oluştururken bir seçenek olarak gördüğü yabancı kaynaklar beraberinde anapara ve bu anaparaya ait olan faiz ödemelerini de getirmektedir. Aldığı borca dair bu bahsedilen yükümlülükleri karşılayamayan işletmeler birtakım finansal sıkıntılar ile yüzleşmek zorunda kalmaktadır. İşletmenin kaldıraç oranındaki yükselme sebebiyle meydana gelen ve faaliyetlerine devam etmesi için gerekli olan kaynak akışları, piyasadaki yatırımcılar tarafından pozitif bir işaret olarak algılanmaktadır. Teoriye göre gerçekleştirdiği faaliyetleri ve yatırımları açısından yatırımcılarda kaliteli olduğuna dair bir imaj uyandıran işletmelerin, dengeleme teorisinde ifade edilen en uygun yani optimal kaldıraç oranından daha az bir oranda yabancı kaynak ile finansmanlarını gerçekleştirmeleri yeterli olabilecektir. Sinyal teorisi ile dengeleme teorisine göre işletmelerin kullanmakta olduğu yabancı kaynak miktarlarına bakıldığında, bu iki teoride belirtilen kaynak miktarları arasındaki oluşan farklılık sebebiyle, işletmenin önümüzdeki dönemlerde ihracına başvurabileceği yeni pay senetlerinin bulunması olasılığı, bu ihracın gerçekleştirilmesi muhtemel dönemindeki var olacak olan pay senetlerinin sahip olduğu fiyatı etkilemeyecektir (Barclay and Smith, 2005).

İşletmenin yöneticileri yukarıda daha önceden ifade edildiği üzere, verecekleri kararlardan dolayı oluşabilecek finansal problemlere doğrudan ve dolaylı olacak şekilde katlanmak zorunda kalacaklardır. Ortaya çıkan bu maliyetlere dair oluşan yöneticilerin payı ise piyasada yer alan yatırımcılar tarafından bilinmektedir. Yatırımcılar tarafından bu durumun bilinmesi halinde, normal şartlar altında kendi

menfaatlerini maksimize etmeye çalışan yöneticiler, işletmenin finansal bir sıkıntı içerisine girmesine neden olabilecek kaldıraç oranını tespit ederek piyasadaki yatırımcılara yanlış bilgi yerine doğru bir bilgiye dair sinyallerini gönderme gayreti içerisine gireceklerdir. İşletmenin gönderdiği doğru işaretleri alan yatırımcılar ise kaynak aktardıkları işletmenin risk bakımından hangi sınıfta ve değerinin ne olduğuna dair bilgiye sahip olabileceklerdir (Sayman, 2012).

Sonuç olarak sinyal teorisine dair 3 adet ana neticeye ulaşılmıştır. Bu sonuçları sırasıyla belirtmek gerekirse:

- a) Modigliani ve Miller tarafından ortaya konulan ilgisizlik teoreminde belirtildiği gibi, her bir işletmenin kendisine has bir borç seviyesi bulunmasına rağmen, işletmelerin sermaye maliyetleri, oluşturmaya çalıştıkları sermaye yapılarına dair verdikleri finansman kararlarından bağımsızdır.
- b) Bir işletmenin iflas riskinin artış göstermesi ile borç miktarının çoğalması arasında doğru orantılı bir ilişki bulunmaktadır.
- c) İşletmenin kaldıraç oranı ile piyasadaki değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur (Demirdöven, 2014).

İşletmelerde finansman politikalarını oluşturmak ve uygulamaktan sorumlu yöneticiler, borç ile özkaynak arasındaki dengenin sağlanmasına dair geçecek sürede piyasada var olan yatırımcılara negatif bir işaret vermek istemezler. Bu yüzden işletmeler, faaliyetlerini sürdürmek ve yatırımlarını gerçekleştirmek için gereksinim duydukları yeterli kaynak miktarına sahip olduklarına dair bir delil olarak ilk başta oto finansmanı daha sonra borç yoluyla kaynak temini ve pay senedi ihracını seçerek piyasada yer alan katılımcılara sermaye yapıları bakımından olumlu bir işaret vermek istemektedirler (Güner, 2016).

4.7. İşletmelerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin sermaye yapılarında kullanmak amacıyla elde etmesi gereken kaynakları ne şekilde ve ne kadar süreliğine temin etmesi gerektiğine dair vermesi gereken kararlar sermaye bileşimine ait kararları içermektedir. İşletmelerin oluşturmaya çalıştığı sermaye yapısı kararları en temel anlamda, işletme sahipleri tarafından işletme bünyesine koyulan özkaynaklar ile işletmenin dışarıdan tedarik ettiği yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Sermaye yapısına daha geniş anlamda bakılacak olunursa, işletmenin sahip olduğu menkul değerleri,

bankalardan sağladığı kredileri, finansal kiralama sözleşmelerini, yükümlü olduğu sigorta ve emeklilik ödemelerini, işletme bünyesinde çalışan personel ile ilgili olan kıdem tazminatları ve benzeri kalemleri içermektedir (Masulis, 1988).

İşletmelerin sermaye yapılarını oluşturmaya çalışırken bu yapıya etkide bulunan faktörlerin kesin bir dille belirlenmesi görüş farklılıklarından dolayı mümkün olmamaktadır. Bu nedenden dolayı işletmelerin sermaye yapılarına etkide bulunan unsurlar genel olarak aşağıdaki gibi sıralanmıştır. İşletmenin varlık yapısı içerisinde yer alan maddi duran varlıklarının büyüklüğü artış gösterdikçe, işletmeye kredi sağlayan kurumların verdikleri borçtan ötürü oluşan riskleri azalmaktadır. Bu varlıklara dair gerçekleşen artış oranı, işletmenin kaldıraç oranını da işletmeye borç verenlerin lehine olacak bir şekilde doğal olarak artırmaktadır. Bu durum aynı zamanda işletmeye verilen borcun, borcu talep edenler tarafından bir güvence altına alınmasını da ifade etmektedir. Maddi duran varlıkların toplam varlıkların içerisindeki oranı, işletmenin bir tasfiye sürecine girdiği zamandaki değerine de etki etmektedir. Bu durum aynı zamanda ilgili süreçteki varlık fiyatlamasının doğruya yakın bir şekilde yapılmasına da neden olmaktadır (Deesomsak, Paudyal and Pescetto, 2004).

Maddi duran varlık oranının işletmeye sağladığı bir diğer avantaj ise yukarıda daha önceden değinildiği üzere alınan borca dair gösterilen bir güvence olmasıdır. Maddi duran varlığın işletmenin finansman sağlama çalışmaları sırasında bir güvence olarak gösterilmesi, işletmenin borca dayalı olarak uygulayacağı finansman politikasında talepte bulunduğu kaynağın doğru bir şekilde fiyatlandırılmasına da sebep olmaktadır (Shleifer and Vishny, 1997). İhtiyaç olduğu zamanda kullanım ve gelir yaratma potansiyeli bakımından alternatif kullanım özelliği gösteren varlıkların işletme tasfiye sürecine girdiğindeki değeri diğer varlıklara kıyasla daha yüksek olmaktadır. Bu nedenden dolayı tasfiye açısından yüksek bir değere sahip olan bu varlıklara sahip olan işletmelerin yabancı kaynak açısından da daha yüksek bir seviyede olması gerekmektedir (Harris and Raviv, 1990). Bu nedenden ötürü işletmeler, sahip olduğu yüksek maddi duran varlıklar için daha çok fon ihtiyacına gereksinim duymaktadırlar. İşletmelerin fon ihtiyaçları maddi duran varlıkların artışı ile doğru orantılı olmaktadır. Kısaca maddi duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı artış gösterdikçe, işletmelerin faaliyetlerinin devamlılığını sağlamaları için ihtiyaçları olan kaynak ihtiyacı da artmaktadır.

İşletmelerin ölçekleri ile sermaye yapılarının arasında direkt olarak bir ilişki bulunmaktadır. Bir işletmenin büyüklüğü dönemler itibariyle artış gösterdikçe, sahip olduğu büyüklüğün bir avantajı olarak yabancı kaynak ile finansman sağlama imkânları kolaylaşmakta ve yabancı kaynak sağlamanın işletmeye yarattığı maliyetlerde azalma meydana gelmektedir (Smith, 1977). Ölçek yani işletme büyüklüğü bakımından daha küçük konumda olan işletmeler yabancı kaynağa erişebilmedeki zorluklar ve uzun vadeli fon imkânlarının getirdiği maliyetler yüzünden vade açısından kısa süreli kaynak sağlamayı tercih etmektedirler. Bu belirtilenlere ek olarak, işletmelerin ölçekleri dönemler itibariyle artış gösterdikçe bu büyüme ile doğru orantılı olarak faaliyetlerinden elde edecekleri gelirlerinde artış göstereceği varsayılmaktadır. Bu varsayımın yani gelirlerin artış göstereceğine dayanarak işletmenin sermaye yapılarını oluşturmada dış kaynağa olan ihtiyaçlarının da giderek azalacağı düşünülmektedir (Rajan and Zingales, 1995).

İşletmelerin faaliyetlerini ve gerçekleştirmeyi planladığı yatırımları için vermeleri gereken finansman kararlarında belirli bir finansman düzenine göre hareket ettikleri ifade edilmiştir (Myers and Majluf, 1984). Bu teoriye göre maliyet açısından işletmeye en az yük getiren finansman kaynağı, işletmenin dönem sonunda pay sahiplerine dağıtmadığı temettü ve işletmenin özkaynak bölümünde yer alan kar yedekleridir. Bu teoriye göre karlılık bakımından daha yüksek bir seviyede olan işletmelerin yabancı kaynak ile finansman sağlamaya daha az derecede ihtiyaç duyacağı belirtilmektedir. Gerçekleştirdiği faaliyetlerinden dönem sonunda beklediği karlılığı yakalamayan işletmelerin ise istemeseler de yabancı kaynak ile finansman sağlamak zorunda kaldıkları belirtilmiştir. Buradan hareket ile işletmelerin karlılık durumları ile daha önceden kararlaştırdıkları kaldıraç oranları arasında negatif bir korelasyon bulunduğu düşünülebilmektedir. Bu belirtilenlere ek olarak, işletmeye fon sağlayan kredi vb. kuruluşların karlılık bakımından daha üst seviyelerde yer alan işletmeleri seçeceğine dikkat edilmelidir (Jensen, 1986). İşletmelerin fon ihtiyacını sağlayan kuruluşlar, eğer karlılık bakımından daha iyi konumda olan işletmeleri seçecek ise kaldıraç oranı ile karlılık arasında pozitif bir korelasyonun oluşturulması gerekmektedir. Ross tarafından 1977'de gerçekleştirilen bir çalışmada elde edilen sonuçlara göre, karlılık bakımından yüksek konumda olan işletmelerin kaldıraç oranlarının da yüksek olduğu, bunun tersi olarak da karlılığı düşük olan işletmelerinde düşük kaldıraç oranlarına sahip olacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla,

işletmelerin karlılık oranları ile kaldıraç oranları arasında doğru orantılı olarak işleyen bir mekanizma bulunmaktadır (Ross, 1977).

Sermaye yapısına dair ortaya konulan teorilere göre, işletmelerin faaliyetleri sonucunda bekledikleri karlılığın gerçekleşmemesi durumunda olası finansal problemlerde ortaya çıkabilmektedir. Bu finansal problemlerin baş göstermesi ve buna bağlı olarak maliyetlerin artmasından ötürü, işletmelerin daha önceden hedefledikleri kaldıraç oranının azalacağı düşünülmektedir (Fama and French, 2002).

Risk unsuru açısından yüksek seviyede bulunan işletmeler, gerçekleştirdikleri faaliyetlerinde bekledikleri sonuca ulaşamayan ve finansal açıdan çeşitli sorunlarla yüz yüze gelen işletmeleri içermektedir. Faaliyet riskini bir örnek ile açıklayacak olursak şu şekilde bir tanımda bulunabiliriz. Faaliyet riski, işletmedeki yöneticilerin vermiş oldukları yanlış kararlar ve görevlerine dair yetersizliklerinden dolayı işletmenin zarar ile karşı karşıya kalma riskini ifade etmektedir. Bu risk, işletmelerin faaliyetlerini etkin bir şekilde yerine getiremiyor olmasından kaynaklanmaktadır (Aloğlu, 2005). İşletmelerde faaliyet riski kavramı aynı zamanda faaliyet kaldıraç oranı, fiyatlardaki oynaklık ve işletmelerin rekabet gücü ile bağdaştırılmaktadır (İçerli, 1995).

İşletmelerin sermaye yapılarının finansmanı amacıyla tedarik ettikleri yabancı kaynakları geri ödeyebilme durumu faaliyet riski içerisinde önemli bir yer teşkil etmektedir. Bir işletmede faaliyet riskinin mevcut olmadığı bir durumda, işletmenin temin ettiği yabancı kaynak ile özkaynağın oranlaması olarak ifade edilen kaldıraç oranının da direkt olarak bir anlamı oluşmayacaktır. İşletmenin finansman politikasında yabancı kaynak kullanımına ağırlık vermesi, işletmeye elde ettiği kardan borca dair faiz ödemelerini düşürmek suretiyle bir vergi avantajı sağlamakla beraber bu alınan borcun ve faiz ödemelerinin ödenememesi ihtimalide ortaya çıkabilmektedir. İşletmenin tedarik ettiği borca dair yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu iflasa neden olmakla birlikte oluşan iflas durumunda açığa çıkan iflas maliyetleri de kaldıraç oranının düşmesine sebep olmaktadır. Böyle bir durum ile karşı karşıya gelen işletmelere dair fon sağlayıcılarında olumsuz bir algı oluşmakla birlikte bu fon sağlayıcıları verdikleri borcun geri ödemelerinde sıkıntı olabileceğini düşünebilecek dolayısıyla da verdikleri kaynakta süreklilik yaratmayacak ya da anaparaya dair faiz oranlarında bir artışa gidebileceklerdir. İşletmeler beklemedikleri ölçüde bir iflas maliyeti ile karşılaştıklarında sermaye yapılarını oluşturmakta başvurdukları yabancı kaynak kullanımını eskiye oranla

azaltacaklardır. İşletmelerin yaşamakta olduğu her finansal sıkıntı akabinde iflas ile neticelenmese bile, ileride ortaya çıkabilecek sorunları engellemek amacıyla küçülmeye giderken ya da faaliyet gösterdiği iş konusundan dolayı oluşan faaliyet giderlerinin daha az gerçekleşmesi için sermaye yapıları içerisindeki yabancı kaynak payını azaltmalıdırlar (Sayman, 2012).

Vergi kalkanının etkisi, işletmelerin sermaye yapılarının finansmanında kullanmaları amacıyla ihtiyaç duydukları yabancı kaynağı sağlamaları için önemli ve geçerli bir sebep olarak görülmektedir. Borç yoluyla finansman sağlayan işletmelerde alınan borca dair oluşan faiz ödemelerinin dönem sonunda ödemekle mükellef olunan kurumlar vergisinden mahsup edilmesi, kısaca vergi kalkanı olarak nitelendirilmektedir. İşletmeler vergi kalkanı etkisinden istifade edebilmek amacıyla yabancı kaynak temini yoluyla daha fazla borçlanmaktadır. Buradan hareketle, işletmelerin saptadıkları kaldıra oranları ve vergi kalkanı arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır (Web 28, 1987). Vergi kalkanı etkisi yoluyla yabancı kaynak kullanımına verilen ağırlık genellikle büyük ölçekli işletmelerde görülmekte ve bir avantaj sağlaması geçerli olmaktadır. Bunun ana nedeni ise, ölçek bakımından daha aşağıda olan işletmelerin dönem sonunda elde ettikleri karlılıklarının görece daha düşük olması ve bu yüzden vergi kalkanı etkisinden yararlanamıyor olmalarıdır (Pettit and Singer, 1985).

Uzun yıllardır aynı sektörde yer alan ve faaliyet gösteren işletmeler süre bakımından değerlendirildiğinde diğer işletmelere nazaran erişebildiği imkânlar açısından daha büyüktür ve fon sağlama açısından kredi ve benzeri kuruluşların nezdinde daha güvenilir bir imaja sahiptirler. Buradan hareketle, kuruluş yılı diğer işletmelere göre daha eski olan işletmeler sahip oldukları yaş faktörü nedeniyle yabancı kaynak ihtiyaçlarını daha kolay ve fazla miktarda temin edebilmektedirler. Bu yüzden, işletmelerin yaşları ile sermaye yapılarını oluşturmada kullanacakları yabancı kaynak tedariki arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu söylenebilmektedir. Yapılan bir araştırmada, işletmelerin kuruldukları yıldan itibaren geçen süre yani yaşları arttıkça sermaye yapılarındaki yabancı kaynak payının azaldığı gözlemlenmiştir (Rajan and Zingales, 1995).

Standart tipte veya fonksiyonellik açısından farklı karakterde ürün imal eden işletmeler faaliyetleri ve kazançları ile ilgili olarak herhangi bir finansal problem ile karşı karşıya kaldıklarında piyasada faaliyet gösteren öbür işletmelere nazaran daha fazla olumsuz etkiye maruz kalmaktadırlar. Baş gösteren finansal sıkıntılar yüzünden

bu yapıdaki işletmeler, sermaye yapılarında kullanılmak üzere yabancı kaynak tedarikinde zorlanmalar yaşamakta ve yabancı kaynağın maliyetlerindeki artışlar yüzünden kaldıraç oranlarında azalma yaşamaktadırlar (Titman, 1984).

Kâr payı ödemeler ile finansman tedariki arasındaki ilişkiye yönelik bir çalışmada, süreklilik gösteren bir kâr payı dağıtım politikasına sahip olan işletmelerin bu özelliği, piyasadaki var olan ve ileride oluşması muhtemel yatırımcılar tarafından olumlu bir işaret olarak algılanacaktır. Bununla birlikte, işletme kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla pay senedi ihracında bulunacağı zaman işletmeye dair yatırımcılar tarafından daha önceden algılanan olumlu işaretler, yatırımcıların işletmeye ortak olmaları şeklinde kendisini gösterebilecektir. Buradan hareketle, kâr payı dağıtım politikalarına dair düzenli bir sistem meydana getiren işletmeler, yabancı kaynak kullanımına eskiye oranla daha az başvuruda bulunabilecekleri tespit edilmiştir. Kâr payı ödemeleri, işaret teorisinde de anlatıldığı üzere, işletmenin piyasaya vermek istediği güvenin bir yansımasıdır. İşaret teorisi, işletmenin faaliyetleri ve gelecekteki planlarına dair en doğru bilginin yöneticilerde bulunduğunu belirtmektedir. İşletme tarafından piyasa yansıtılan işaretlerin içeriğini yöneticilerin işletmeye dair sahip olduğu bilgiler oluşturmaktadır. Bu nedenle, kâr payı ödemesinde bulunan bir işletmenin durumunun iyi, bunun tersi olarak da kâr payı ödemesinde bulunmayan işletmenin ise finansal durumunun kötü olduğuna dair çıkarım sağlanabilmektedir (Frank and Goyal, 2003).

İşletmelerin faaliyet gösterdikleri ve kaynak ihtiyaçlarını karşılamada başvurdukları menkul değer piyasalarının gelişmişlik seviyesi, bu piyasalarda kullanılan finansal araçların özelliği, çeşitliliği ve sermaye piyasasında meydana getirilen düzenlemeler vb. gibi birtakım unsurlarla ilişkili olmaktadır. Gelişmiş bir sermaye piyasası, işletmelerin faaliyetlerinin devamlılığında ve gerçekleştirme planladıkları yatırımların finansmanında kullanacağı kaynakların temini açısından önemli olmakla birlikte geniş bir sermaye piyasası kaynak çeşitliliğine erişme bakımından da işletmelere büyük avantajlar sağlamaktadır. Bu nedenden dolayı, işletmelerdeki finansmandan sorumlu yöneticiler, sermaye ve para piyasalarından fon elde edilebilme özelliğini sermaye yapılarını oluşturma süreçleri içerisinde mutlak suretle göz önünde bulundurmalarıdır. Piyasalarda yer alan fon sağlayıcılar ile işletmelerin arasındaki var olan ilişkinin güçlü olması, işletmenin ileriki dönemlerde yaşayabileceği muhtemel finansal problemler ile bu problemlere dayalı olarak açığa

çıkabilecek maliyetleri azaltarak bir sonraki olumsuz senaryo olan iflas olasılığını da düşürecektir (Diamond, 1994).

Pay senetlerinin değerinde artış yaşamaya başlayan işletmeler, ilave olarak bir kaynak ihtiyacına gereksinim duyduklarında pay senedi ihracına yönelerek işletme bünyesinde kullanılmak üzere kaynak temin edebileceklerdir. Bu durum, pay senetlerinin fiyatları artış gösteren ve değerlendirilen işletmeler için bir avantaj teşkil etmektedir. Bu duruma ek olarak, işletmelerin içerisinde yer aldığı ülke ekonomisinin istikrarlı ve sürekli gelişim gösteren bir döngü içerisinde bulunuyor olması halinde, işletmeler ortaya çıkan kaynak ihtiyaçlarını gidermek amacıyla çok daha fazla sermaye edinmeye çalışacaklardır (Wanzenried, 2006).

Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen istikrarlı bir artışı ifade eden enflasyon kavramı ile sermaye yapıları arasındaki ilişkinin incelediği bir çalışmada, yüksek çıkması beklenen enflasyon oranının, işletmenin dönem sonunda elde ettiği kardan mahsup ettiği vergi indirimlerinin sahip olduğu gerçek değerde artışa neden olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonunda, beklenmekte olan yüksek enflasyon oranının işletmenin kaldıraç derecesinde de benzer bir şekilde yükselişe sebep olabileceği görülmüştür (Taggart, 1977). Enflasyon oranlarının 2000 senesi öncesinde yüksek oranlarda seyir göstermesi işletmelerin finansman sağlamada kullandığı dış kaynakların reel maliyetlerinin hesaplanmasında zorluklar meydana getirmiştir (De Clercq, Meuleman and Wright, 2012). Gerçekleşen yüksek enflasyon sebebiyle işletmelerin temin ettiği kredilere ait olan faiz oranları da yüksek bir şekilde belirlenmiştir. İşletmelerin içerisinde bulunduğu cari döneme ait olan enflasyon oranı ve işletmelerin içerisinde bulunduğu riske bağlı olarak kaynak sağlayıcılar tarafından belirlenen risk primleri ile enflasyonun ileriki dönemlerde daha da yükseleceğine dair oluşan beklentiler, fon sağlayan kuruluşların bünyelerini enflasyondan kaynaklanan riske karşı korumaları amacıyla verdikleri kredilerin faiz oranlarını yükseltmeye mecbur bırakmıştır. Bu sebeplerden dolayı işletmelerin faaliyetleri ile yatırım kararları gerçekleştirmeleri için gerekli olan finansmanın yabancı kaynaklar vasıtasıyla sağlanması işletmeleri zor durumda bırakmıştır. Bu nedenden dolayı, işletmelerin gerçekleştirmeyi planladığı yatırımların finansmanı daha önceden de olduğu gibi işletme bünyesindeki iç kaynakların yoğun olarak kullanılmasıyla gerçekleştirilmiştir (Gülaç, 2014).

Enflasyon kavramı, mevcut ekonomik yapıdaki belirsizlikte ve olası risklerde artış meydana getirdiği için, işletmelerin faaliyetlerini, yatırım kararlarını, finansman

yapıları ile bu yapıya dair oluşturulan politikalarını etkilemektedir. Enflasyonun bu karar ve politikaları etkileme şiddeti, paranın değerinde meydana gelen düşüş hızına, işletmenin sahip olduğu varlıklarının nakdi olma durumuna, stoklarını döndürebilme becerisine, ürettiği hizmet ve mallara karşı oluşan talep esnekliğine, teknolojide meydana gelen değişimlere ve bu değişimlerin mevcut ekonomik sisteme olan entegrasyonuna, işletmenin borç yoluyla finansman sağlama sıklığına, aldığı kredilere dair ödemek zorunda olduğu faiz oranı yüküne göre değişmektedir (Toprakçı, 1994).

İşletmelerin fon ihtiyacını karşılamakta kullandığı borçlanma enstrümanlarının nominal değer diğer bir ifadeyle üzerinde yazılı olan ve alım gücünü belirtmeyen bir değere göre düzenlenmiş olmasından dolayı, yüksek enflasyonun gerçekleştiği zamanlarda yapılan borçlanmalar işletmelerin reel olarak finansman riskini azaltmaktadır (Web 23, 1997). Buna ek olarak, faiz oranlarında meydana gelen artış hızının enflasyon oranlarında meydana gelen artışa nazaran daha geride kalması, reel faiz oranlarında düşüşe bazen de bu düşüşün negatif olarak sonuçlanmasına neden olabilmektedir. İşletmelerin kredi kuruluşlarından sağladığı borçlara dair ödemekle yükümlü olduğu faizlerin oranı daha önceden sabit bir değer olarak tespit edilmiş ise, bu faiz oranlarının işletmede meydana getirdiği finansman maliyeti yükü enflasyonla senkronize bir biçimde azalışa geçer. Belirtilen bu sebeplerden ötürü, yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde yer alan işletmelerin sermaye yapılarındaki kaldıraç seviyesi yüksek olmaktadır (Durukan, 1998).

Enflasyon her daim işletmelerin sermaye yapı içerisindeki borç oranında artışa neden olmaz. Oranın belirsizliğinde meydana gelen artış, reel faizlerdeki belirsizliği de eş zamanlı olarak artırır. Yatırımda bulunmak isteyenler, oluşan belirsizlik riskinden dolayı vade bakımından uzun süreli kredi kullanımını seçerler. Bu tercih doğrultusunda nominal faiz oranlarında da bir artış meydana gelir. Buna paralel olarak, kredilerin faiz oranlarında gerçekleşen artış kredi maliyetlerinde de artışa sebep olarak işletmelerin yatırımlarında kısıtlamaya gitmelerine neden olur. Enflasyonda görülmekte olan belirsizlik daha önceden ifade edildiği üzere faiz oranlarında bir artışa neden olduğundan, oluşan bu durum yatırımda bulunmayı düşünenlerin bekledikleri kazanç oranlarında da artışa neden olacağından fiyat istikrarının yaşandığı dönemlerde, riski ve buna bağlı oluşması muhtemel karlılığı kabul edilebilecek düzeyde olan yatırım projelerinin gerçekleştirilmesi işletme tarafından reddedilir. Bu durumun bir neticesi olarak işletmelerin sermaye yapısı

içerisindeki borcun payı azalır (Barnea, Dotan and Lakonishok, 1979). Mevcut ekonomik sistemde görülen istikrarsızlık ve geleceğe dair oluşan belirsizlik durumu, işletmelerin uzun vadeli yatırım tercihlerini gerçekleştirememesine neden olabilmektedir. Yüksek enflasyondan dolayı finansal hizmetlerden elde edilen getirilerin diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin faaliyetleri sonucu elde ettiği getirilerinden daha fazla olması, işletmelerin tedarik edebileceği fonların imalat ve geliştirme alanlarından daha çok finansal sektörlerle kaymasından dolayı uzun vadedeki büyüme potansiyelini de engellemektedir (Web 1, 1995).

Enflasyon ile özkaynak arasındaki ilişkiye baktığımızda ise bu ilişkinin daha farklı olduğu görülmektedir. Enflasyonun görülmediği bir ortamdaki bir işletmenin muhasebe değeri ile reel yani gerçekteki değeri birbirlerine eşit olmaktadır. Enflasyonun görüldüğü dönemlerde işletmeler sermayelerinde meydana gelen azalmadan dolayı sermaye artışı sağlamak zorunda kalmaktadır. İşletme bünyesindeki yedek akçeler, ayrılmış olan karşılıklar ve dağıtılmamış temettüleri sayesinde elde edilmiş olan kaynaklar ile reel varlık yatırımında bulunulmuş ise, bu varlıklar enflasyonun görüldüğü dönemlerde bile değerini koruyabilmektedir. Nominal değer diye ifade edilen yani kıymetin piyasadaki gerçek değerini yansıtmayıp alım gücünü belirtmeyen kıymetlere yatırımda bulunulmuş ise, enflasyon olduğu dönemlerde, bu değerler kayıpları da beraberinde getirecektir (Gülhan, 2000).

Enflasyon ile sermaye yapısı kararları arasında bir ilişkinin mevcut olup olmadığına dair yapılan bir diğer çalışmada ise yukarıda anlatılanların aksine, finansman hiyerarşisi teorisine göre sermaye yapılarını oluşturmaya çalışan işletmelerin sermaye yapıları ile enflasyon oranı arasında herhangi bir ilişki olduğuna dair bir bulguya rastlanılmamıştır (Frank and Goyal, 2009).

Yasaların ve hukuk sisteminin olması gerektiği şekilde işlemediği ülkelerdeki işletmelerin katılımcı olarak sermaye piyasalarına girerek kendilerine bir yer edinmeleri zor olmaktadır. Ülkedeki mevcut hukuk sistemi, borç veren kuruluşlar ile pay senedi sahiplerinin sahip oldukları hakların yasal düzenlemeler çerçevesinde bir koruma altına alınmasına olanak sağlıyorsa bu durum işletmelerin sahip olduğu kaldıraç oranlarının da pozitif bir şekilde değişime uğramasına neden olacaktır (Wanzenried, 2006). Ülkelerin uyguladıkları vergi oranları, işletmelerin sahip olduğu kaldıraç oranları ile direkt olarak ilişkilidir. Vergi oranında meydana gelebilecek herhangi bir değişim aynı oranda kaldıraç oranlarının da değişmesine sebep

olabilecektir. İşletmelerin oluşturmaya çalıştığı en uygun sermaye yapısı, uygulanmakta olan vergi politikalarının neticesinde değişime uğrayacaktır. Belirtildiği üzere, uygulanmakta olan farklı vergi politikaları neticesinde, işletmelerin sermaye yapılarında da birbirlerine göre farklılıklar ve çeşitlenmeler görülebilecektir. Türkiye’de 2000’li yılların başı itibariyle işletmelerin halka açılmalarını desteklemek ve sermaye piyasalarındaki katılımcı sayılarını artırmak amacıyla bu işletmelere yönelik olarak uygulanan vergi indirimi vb. destekler işletmelerin finansman politikalarında değişikliğe gitmelerine neden olmuştur. Bu destekler sonucunda yabancı kaynak ile finansmandan daha çok pay senedi ihracı ile finansman sağlama yoluna gidilmiştir (Sayman, 2012).

Globalleşen sermaye ve para piyasalarından dolayı, işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmada kullandığı fonların yurt dışından temin edilmesinde artışlar görülmektedir. İşletmeler bünyelerini döviz kurlarında meydana gelen değişimlere karşı korumak, düşük faizli kredi temin etmenin ve vergi unsurunun beraberinde getirdiği avantajlardan faydalanmak, sağlanan fonlar ile bunların kullanıldığı faaliyetlerin aynı mekân içerisinde yer alabilmelerini sağlamak amacıyla kuruldukları ülke dışından fon sağlamaya çalışmaktadırlar (Web 39, 1997; Graham and Harvey, 2001).

Sermaye yapısı teorileri ve borçlanma türünün beraber ele alındığı çalışmalarda, dengeleme teorisinin elde edilen borçtan sağlanan fayda ve bu borca dair oluşan maliyetler arasında bir denge sağlama çabası içerisinde olduğu görülmektedir. Teoride, ülkelerin birbirleri arasında faiz oranı açısından farklılıklar bulunuyorsa, bu ülkelerde yer alan işletmeler yabancı borçlanma maliyetlerinin düşük olması ve döviz kurlarında görülen belirsizliklerden dolayı artış gösteren finansal risk için bu belirtilen iki unsur arasında bir dengeleme kurmak zorunda kalırlar. Şayet ülkeler arasındaki faiz oranlarına dair görülen farklılık ne kadar çok olursa dövize dayalı olarak elde edilen borçlanmada aynı derecede yüksek olacaktır (Allayannis, Brown and Klapper, 2003).

Döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin işletmelere olan yansımaları olumlu ve olumsuz bir şekilde olabilmektedir. İşletmenin yer aldığı ülkede kullandığı paranın değerinde meydana gelen kayıplar, rekabet ve paranın net değerinden kaynaklanan iki çeşit etkiye sebep olmaktadır (Bleakley and Cowan, 2008). Bu etkiyi rekabet etkisi açısından değerlendirecek olursak, işletme faaliyetleri sonucunda elde ettiği kazançlarını döviz cinsinden elde edip, faaliyetlerine dair oluşan maliyetlerini

de yerli para cinsinden karşılayabiliyorsa döviz kurlarında meydana gelen artış işletmenin gelecek dönemde gerçekleştirmeyi planladığı yatırımlardan elde edeceği karlılığı da yükseltecektir. Bu yüzden işletmeler, bu görülen değişimler neticesinde daha fazla borçlanma imkânına sahip olabilecektir (Web 48, 2001). Görülmekte olan bir diğer etki ise, döviz yoluyla borçlanan işletmelerin kurda meydana gelen artışlar sonrasında borçlarının giderek yükselmesi buna bağlı olarak da karlılıklarında görülen azalmalar işletmeyi finansal açıdan sıkıntıya sokmasıdır. Net değer düşmesi sonucunda işletmeler uzun vadede fon temini ve günlük faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli olan çalışma sermayesini elde etmekte sıkıntılar yaşayabilmektedir. Bu durumun sonucunda, işletmenin gerçekleştirmeyi planladığı yatırımlar ile imalat hızlarında önceki dönemlere göre düşüşler gerçekleşmektedir (Aghion, Bachetta and Banerjee, 2004; Bleakley and Cowan, 2008).

Döviz kurlarında meydana gelen yükselme sonucunda yukarıda belirtilen iki etkiden hangisinin ön plana çıktığına dair birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. 1970 ve 1999 seneleri arasındaki elde edilen verilerden hareketle gerçekleştirilen bir çalışmada, gelişmekte olan ve gelişmiş olmak üzere ülkeler iki sınıfa ayrılmıştır. Döviz kurlarında meydana gelen sıkıntıların gelişme sürecinde olan ülkelerde gerilemeye yol açtığına dair bulgular çalışmanın sonucunda elde edilmiştir (Calvo and Reinhart, 2002, akt: Desai, Foley and Hines, 2004). Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika ve Kolombiya'nın gözlem olarak seçildiği bir çalışmada 1990 ve 1999 yıllarında arasındaki verilere dair yapılan analizde, gelişme sürecinde olan ülkelerde görülmekte olan döviz kurlarındaki uyumsuzluk yüzünden işletmelerin net değerinin olumsuz olarak etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır (Bleakley and Cowan, 2008).

Gerçekleştirilen bir çalışmada, ülkelerin birbirleri arasındaki vergi oranına dair farklılıklar yüzünden arbitraj denilen menkul değerlerin birbirleri arasındaki fiyat farklılıkları vasıtasıyla kar elde etmeye çalışan uluslararası işletmelerin ihtiyaçları olan fonları, borcun vergi kalkınının sağladığı avantajın en yüksek şekilde gerçekleştiği ülkelerden karşılayacakları belirtilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara ek olarak, işletmelerin döviz kurundaki oynamalardan dolayı oluşan kar ve zararlarına yönelik farklı şekilde vergi uygulamaları mevcut ise bu durum işletmelerin borçlanmayı hangi para cinsinden gerçekleştireceğini de etkilemektedir (Hodder and Senbet, 1990; Web 5, 1996; Web 34, 1998).

Burgman tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, işletmenin faaliyetleri neticesinde oluşan gelirleri ve yatırımlarından kaynaklanan nakit akımları ile döviz

kurlarında meydana gelen değişimlerin birbirleriyle olan ilişkisi incelenmiştir. İşletmelerin nakit akımları ve gelirlerinin kurdan etkilenme derecesi, yabancı kaynak seviyesinin de aynı oranda düşük gerçekleşmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buradan hareketle dvız kuruna bağlı olarak meydana gelen riskin sermaye yapısına dair verilen kararlarda etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Burgman, 1996).

Sonuç olarak, dvız piyasalarında gözlemlenen sürekli artışlar yatırımcıların ilgisini çekmekle birlikte meydana gelen bu değişmeler pay sahiplerinin ellerindeki pay senetlerini nakit hale döndürerek elde ettikleri varlıkları yabancı paraya yatırmalarına sebep olmaktadır. Bu durumun neticesinde, dvız kurlarında meydana gelen yükselmeler yatırımcıların pay senetlerine dair taleplerinde azalma meydana getirerek pay senetlerinin fiyatlarında aşağı yönlü bir hareketliliğe sebep olacağına dair varsayım oluşmaktadır. Bu durumun tersi olarak kurlarda görülebilecek aşağı yönlü hareketlilik ve belirsizlikler, yatırımcıların ellerindeki varlıkları pay senedi piyasalarına yönlendirmelerine sebep olacak ve bu talep artışı neticesinde pay senetlerinin değerinde ve fiyatlarında artışlar yaşanabilecektir. Lakin bu alan ile ilgili olarak birçok çalışma yapılmış olsa da ortak bir görüşte birleşilememiştir (Demireli, 2008).

4.8. Sermaye Yapısını Temsil Eden Değişkenler

Sermaye yapısı, işletmelerin faaliyetlerinin ve yatırımlarının finansmanında kullanmak üzere elde etmeye çalıştığı kısa ve uzun vadeli fonların bir karması şeklinde ifade edilmektedir. Sermaye yapısını temsil eden değişkenler, kaldıraç oranlarıdır. Buradan hareketle, çalışmada sermaye yapısını temsil eden kaldıraç oranına dair bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

4.8.1. Toplam Borçlar/Toplam Aktifler

İlgili kaldıraç oranı, işletmelerin gerçekleştirmeyi planladığı yatırımlarının finansmanında hangi lde borçtan yararlandığını göstermektedir. Kaldıraç oranının yüksek bir seviyede gerçekleşmesinin, işletmenin finansmanının spekülatif bir şekilde gerçekleştirildiğini, işletmenin satışlarındaki değişimlere dair borç verenlere yönelik çok fazla bir güven sağlamadığını kısaca emniyet marjının dar olarak algılandığını, işletmenin aldığı borca dair geri ödeme yükümlüğünün olduğu anapara ve taksit ödemeleri ile faiz ödemelerinde sıkıntı yaşayabileceği sebebiyle finansal

açından zor bir durum ile karşılaşabilme ihtimalinin yüksek olduğunu ifade etmektedir (Aktan ve Bodur, 2006).

Finansal kaldıraç oranı olarak da tanımlanan toplam borçlar/toplam aktifler oranı, işletmenin sahip olduğu varlıklarının ne kadarlık bir kısmını yabancı kaynaklar vasıtasıyla finanse ettiğini ifade eden bir orandır. İşletmelerin belirli bir seviyede bu oranı kullanmaları, faaliyetlerinin sonucunda elde ettiği karlılıklarına pozitif bir şekilde yansiyabilse de işletmeleri kullanmaları gerektiğinden daha fazla miktarda borç ile finansmana sevk ederek, borca dair maliyetlerinin artmasına sebep olabilecektir (Sökmen, 2013). Sermaye yapısına dair verilecek kararlar işletmelerdeki finansman yöneticilerinin yüz yüze kaldığı en önemli kararlardan birini oluşturmaktadır. İşletmenin finansal kaldıraç oranında meydana gelebilecek herhangi bir değişme, işletmenin finansman kapasitesini, mevcut riskini, sermayeye dair oluşan maliyetleri, gerçekleştireceği yatırımlarını, faaliyetlerine dair stratejik kararlarını ve yükümlü olduğu pay sahiplerinin kazancını etkilemektedir (Cai and Zhang, 2011).

Mevcut ekonomik durumun iyi olduğu ve işletmelerin yatırımlarından elde ettiği nakit akımlarının güçlü olduğu zamanlarda, işletmelerin finansal kaldıraç oranlarını yüksek bir seviyede gerçekleştirmesi, işletmedeki pay sahiplerinin mevcut refah düzeyinde de önemi bir artışa neden olmaktadır. Bunun tersi olarak, ekonomide istikrarın önceki dönemlere nazaran olumsuz bir yönde seyrettiği ve nakit akımlarının göreceli olarak azaldığı dönemlerde bu kaldıraç oranının yüksek tutulması işletmeye zarar vermekle birlikte pay sahiplerinin refahında da azalışa yol açmaktadır (Müslümov, 2001).

İşletmelerde finansal risk kavramı, finansal kaldıraç kullanmanın getireceği avantajlardan faydalanmak amacıyla, sermaye yapılarını meydana getirirken borç kullanan işletmelerde açığa çıkan ve pay senedi sahipleri bakımından işletmenin sahip olduğu riske ilave olan risk çeşitlerinden biridir (Aydın vd., 2004). İşletmeler sahip oldukları bu finansal riski, finansal kaldıraç kullanmak suretiyle ölçebilmektedirler. Genelde işletmenin sahip olduğu riskin fazla görüldüğü sektörlerde yer alan işletmelerin finansal kaldıraç seviyesinin düşük ya da negatif olarak gerçekleşmesi beklenmektedir (Myers, 2001). İşletmelerde oluşan finansal risk, işletmeye faiz ödeme yükümlülüğü getiren menkul değerlerin kullanılmasının neticesinde oluşmaktadır. Bu durum, işletmenin dönem sonundaki net karı ya da pay başına elde ettiği karında görülebilecek değişkenliğin artış göstermesine ve

işletmenin tedarik ettiği borca dair geri ödeme zorluğu yaşama ihtimalinin artış göstermesine sebep olabilmektedir (Brigham and Houston, 2004; Moyer, McGuigan and Rao, 2007). İşletmenin elde ettiği borcun, oluşan sermaye yapısının içerisindeki payının artış göstermesi işletmenin karşılamakla yükümlü olduğu sabit finansal maliyetlerinde artış sağlamakla dolayısıyla işletmenin finansal riskini yükselişe neden olmaktadır (Arnold, 2002).

Riski yüksek olarak gerçekleşen ve temin ettiği borcu ödemekte sıkıntı yaşayabilecek işletmelerin yüksek seviyelerde finansal kaldıraçtan faydalanmamaları gerekmektedir. İşletmelerin faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerinin dönemler itibariyle farklılık göstermesi ve işletmede finansal problemlerin ortaya çıkma olasılığının yüksek olması işletmede ortaya çıkabilecek muhtemel riskin göstergelerini temsil etmektedir (Wiwattanakantang, 1999). İşletmenin gelirlerinde meydana gelen düzensizlik, işletmenin finansal sıkıntılara yakalanma riskini çoğaltmakta ve borçlanma yoluyla finansman sağlamanın getirdiği yükümlülükleri karşılayabilmesine engel olmaktadır. Bu durumda işletmenin borçlanma düzeyi, gelirlerinde görülen düzensizlik sebebiyle azalmakla birlikte borçlanma seviyesi ile işletme riski arasında negatif bir ilişkinin var olmasına neden olmaktadır (Deesomsak et al., 2004).

Finansal kaldıraç oranına işletmenin ortakları açısından baktığımızda ise şöyle bir durum ortaya çıkmaktadır. İşletmenin ortakları, toplam borçlar/toplam aktifler oranının yüksek bir seviyede gerçekleşmesini beklemektedirler. Bu oranın yüksek olarak gerçekleşmesi, yönetimin diğer taraflar karşısında paylaşılmamasını göstermektedir. İşletme ortaklarının, bu oranı devamlı bir şekilde artırıp kaldırıcın sağladığı avantajlardan sonsuz olarak yararlanma imkânı, borç verenler ve diğer ortakların vereceği tepkilerden dolayı mümkün olmamaktadır (Ceylan, 2001). İşletmenin geleceğini risk altına sokmak istemeyen ortaklar, borç yoluyla finansman elde etmeyi belirli bir dönemden sonra talep etmeyecekler, işletmeye fon sağlayan kuruluşlarda bu borç seviyesinde artış oldukça fon vermeye dair şartları zorlaştıracak ve nihai olarak borç kullandırmaya son vereceklerdir (Akgüç, 1998).

Toplam borçlar/toplam varlıklar oranından yararlanmanın bir diğer şartının ise, elde edilen kar oranının, borca dayalı olarak ortaya çıkan maliyetlerden yüksek bir şekilde gerçekleşmesi şeklinde olduğunun belirtilmesidir. Bu şart ifade edildiği şekilde gerçekleşmez ise, borçlu olan işletmenin özkaynağa dair karlılığı, borcu bulunmayan işletmeye kıyasla daha düşük gerçekleşecektir (Bolak, 1990).

5. İŞLETMELERDE PERFORMANS KAVRAMI

5.1. Performans Kavramı

Performans kavramı basit bir şekilde ifade edilecek olunursa, işletmedeki personelin işinde nitelik ve nicelik açısından ne ölçüde çaba gösterdiği şeklinde tanımlanmaktadır (Schuler, 1995). Performansa dair diğer bir tanım ise, performansın işletmelerin önceden belirledikleri hedefleri doğrultusunda hazırladıkları ve planladıkları bir faaliyetin neticesinde elde etmiş oldukları sonuçların nitel veya nicel olarak değerlendirilmesi şeklinde olduğudur (Eraslan ve Algün, 2005). Performans kavramına örgütsel davranış açısından baktığımızda ise işletmedeki personelin çalıştığı kurumun hedef ve amaçlarını gerçekleştirebilmesi amacıyla kendi sorumluluğundaki görevine dair faaliyetlerinin neticesinde elde etmiş olduğu bir çıktı olarak tanımlanabilmektedir. Bu çıktı ise hizmet, mal ya da bir düşünce şeklinde olabilmektedir (Başaran, 1991). Bununla ilgili olarak bir diğer tanımlama ise Pugh (1991) tarafından yapılmıştır. Pugh'a göre performans kavramı, verilen göreve dair daha önceden belirlenen kıstaslara uyacak şekilde, görevlerin yerine getirilmesi ve belirlenen amaçların gerçekleştirilmesine uygun olarak sunulan hizmet, mal veya düşünce şeklinde tanımlanmıştır.

Agus ve Sagir (2001) ise performansı, başarının sürekli yani devamlılık arz edecek hale getirilmesi olarak belirtmektedir. İşletmeler önceden belirledikleri amaçlarını ve hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla oluşturulmaktadır. İşletmenin nihai amacı olan karlılıkta sürekliliği gerçekleştirmek ve topluma yararlı olmak gibi ana amaçlar ile sosyal sorumluluk ve yenilikçilik vb. şeklindeki özel amaçlar taşıyan işletmeler bu doğrultuda belirledikleri amaçlarına uygun olacak bir takım sonuçlar elde etmeyi istemektedirler. Bu doğrultuda, işletmeler açısından performansın ise hedeflerin yerine getirilip getirilmediğini ortaya koyan bir çabalar toplamı olduğu görülmektedir.

Bu hedefler işletme, yöneticiler ve pay sahipleri açısından olmak üzere 3'e ayrılmaktadır. İşletme açısından hedefler: karlılığı sağlamak, müşteri tatminini gerçekleştirmek ve rekabet açısından diğer işletmelere göre gücünü artırmak olarak ifade edilebilmektedir. Yöneticiler bakımından bu hedefler ise, yer aldıkları işletmenin yönetiminde başarılı olmak ve işletmenin hedeflerine ulaşmasını sağlayacak planların yapılması ve kararların verilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Pay sahipleri açısından ise hedefler, pay sahiplerinin sahip oldukları gelirlerini ve

refahlarını artırmak olarak sıralanmaktadır. Yukarıda ifade edilen tanımlamalar doğrultusunda ve işletmeler açısından performans kavramı değerlendirildiğinde, daha önceden saptanan yani kararlaştırılmış olan hedeflere ve belirlenmiş olan standartlara erişilip erişilmediğinin nicel ya da nitel ölçütler ile değerlendirilmesi şeklinde açıklanmaktadır. Buradan hareketle performans kavramı, işletmeler yönünden hedefleri yerine getirebilirlik, yöneticiler bakımından kaliteli karar verebilme ve çalışan personel için fayda gösterebilme ile pay sahipleri açısından değer katılabilirlik şeklinde ifade edilebilmektedir (Pervaiz, Kwang and Mohammed, 1999).

5.2. Kurumsal Performans Kavramı

Bütün işletmeler daha önceden saptanan hedefler ve bu hedeflere dair görevleri gerçekleştirmek amacıyla kurulmaktadır. Kurulan bu işletmelerde yönetim kademesinde olanların ana görevleri ise kurum içerisindeki çalışanların hedeflerini ve yerine getirmekle yükümlü oldukları görevlerini en iyi ölçüde yerine getirmelerini sağlamak ve olabildiğince başarılı olmasını sağlamaktır. Kurumların varlığı ve devamlılığı da işletmenin yönetimindekilerinin sahip olduğu performans anlayışının geçerli ve eksiksiz olmasına bağlıdır (Akal, 2000).

Performans düzeylerinin tatminkarlık seviyeleri işletmeler açısından zaman içerisinde farklılıklar gösterebilmektedir. İşletmenin faaliyetleri neticesinde elde edeceği başarı, tatminlik sağlayan başarı seviyesine dair beklentilerde artışa neden olabilmektedir. Dolayısıyla, işletmedeki yöneticiler ve hissedarlar kurumun göstermekte olduğu performans ile doğru orantılı olarak daha fazla seviyede beklentiye girebileceklerdir. Bunun tersi olarak ise kurumun göstereceği performansta yaşanması muhtemel bir düşüşte ise beklentilerde azalma meydana gelebilecektir (Donaldson, 1999). İşletmelerin göstermekte olduğu performans, belirli bir sürenin sonucunda, işletmenin faaliyetlerine dair beklentilerini ve hedeflerini yerine getirip getiremediğini daha yalın bir ifadeyle başarılı ya da başarısız olma durumunu ifade eden bir ölçüdür (Aydın ve Demir, 2007).

İşletmelerin kurumsal bazda gösterdiği performans çalışanların oluşturduğu örgüt yapısının yanı sıra işletmenin stratejilerinden, çalışan kaynağından, üretim ve pazarlama stratejileri vb. birçok faktörden etkilenebilmektedir (Donaldson, 1999). İşletmelerin hedeflerine ve faaliyetlerine dair gösterdiği performans ile hissedarlarının beklentileri arasında paralellik bulunmaktadır. Performans

seviyesinde görülmesi muhtemel değişiklikler aynı zamanda hissedarların beklentilerinin karşılanma yüzdesini de belirlemektedir (Rummler and Brache, 1995).

İşletmeler gösterdikleri yüksek kurumsal performans neticesinde daha etkili ve verimlilik sağlayacak bir şekilde çalışmalarını sürdürmektedirler. Bunun neticesinde hizmet sundukları müşterilerinin kendilerinden beklentilerini daha kaliteli ve maliyet açısından daha düşük bir seviye ile eskisine kıyasla daha kısa bir sürede karşılayabilmektedirler. Dolayısıyla hem müşterileri için hem de paydaşları için beklentilerin daha ötesinde bir değer ortaya koyabilmektedirler. Yüksek kurumsal performansın neticesinde daha önceden yapılmış olan yatırımların geri dönüşleri eskiye oranla daha kısa sürede gerçekleşmekte ve yatırımdan elde edilen gelir ise beklenenden daha yüksek bir oranda gerçekleşmektedir. Yüksek seviyede kurumsal performans gösteren işletmelerde hem kurum içi çalışanlar hem de hizmet sundukları müşteriler için birtakım avantajlarda bulunmaktadır. Kurumsal performansın sonuçlarının nasıl yansıtılabileceğini bilen çalışanlar, işletmenin amacının ne olduğunu ve bu amacı gerçekleştirmek için ne tür bir katkı sağlayabileceklerinin bilincindedirler. Bu tür performansın yüksek seviyede gerçekleştiği örgütlerdeki iş ilişkileri, motivasyon sağlayan ve aynı zamanda çalışana yetki veren bir ilişki türü şeklinde kurulmuştur (Barutçugil, 2002).

Kurumsal bazda yüksek performans hedefleyen işletmeler bu sebeple işletme içerisindeki her bir faaliyet için net bir tanımlama yaparak, bu performansın gerçekleştirilmesini farklı fonksiyonlar ile departmanlar arasında bir tutarlılık sağlayacak şekilde gerçekleştirirler. İşletmelerin iş koluna ve faaliyetlerine dair hedeflerinin net bir şekilde belirtilmiş olması kurum içerisindeki personelin yükümlü oldukları işe dair başarılarını ve böylelikle işten elde ettikleri tatmin derecelerinin artmasına neden olmaktadır. Bunu kurum içerisinde gerçekleştiren işletmeler bu konudaki özellikleri açısından diğer işletmelerden ayrılmaktadırlar (Katzenbach, 2000). Açık ve kesin bir şekilde belirtilmiş olan işletmenin amacı eğer kurum içerisindeki yönetici ve çalışanlar tarafından iyi bir şekilde anlaşılırsa, yönetici ve personel bu amaca dair katkılarının ne olacağını net bir şekilde bilirse işletmede yüksek performansın gerçekleştirilmesinde başarıya ulaşır. Nihai olarak işletmenin kurumsal yüksek performans açısından başarılı olabilmesi için açık bir şekilde faaliyetlerini, faaliyetlerini gerçekleştirmek için gerekli olan kaynaklarını, hedeflerini

nasıl ölçeceğini, göstereceği performansın olası sonuçlarını ifade etmesi gerekmektedir (Wade and Recardo, 2001).

Yüksek kurumsal performans sergileyen işletmeler, performans sistemlerini geliştirirken ve bu sistemi kurum içerisinde icra ederken, hissedarların performansa dair gereksinimlerini ve beklentilerini, çalışanların oluşturduğu yapının özelliklerini, personel planlamasını ve işe dair analizlerini belirtmekle yükümlüdür (Gilley and Maycunich, 2000).

5.3. Performans Ölçme ve Değerlendirme

5.3.1. Performans Değerlendirme Kavramı

Performans değerlendirme, işletme içerisindeki insan kaynakları yönetiminin en önemli fonksiyonlarından birisi olup, çalışanların kurumun amaçları dâhilinde ve belirli bir süre içerisinde ortaya koydukları çıktılarının analiz edilmesi ve terfi, prim, ücret saptanması vb. alanlarda kullanılması olarak ifade edilmektedir (Akdemir, 2009). İşletmenin yapacağı performans değerlendirmesinden istenen sonuçların elde edilebilmesi ve yapılacak değerlendirmenin bir faydasının olması için bu değerlendirmenin sürekliliğinin, geliştirici bir yönünün, tarafsız olması ile geçerli ve güven verici bir özelliğinin olması gerekmektedir. Yapılacak olan performans değerlendirmesi aynı zamanda çalışanlarında iştirakine imkân vermelidir (Can ve Kavuncubaşı, 2005). Performans değerlendirme kavramı aynı zamanda personelin sahip olduğu yeteneklerinin ve işe dair performanslarının, gerçekleştirmekle yükümlü olduğu işin gerekleri ile hangi ölçüde uyum gösterdiğine yönelik bir değerlendirmedir (Kozak, 2001).

Yapılan performans değerlendirme faaliyetleri neticesinde, işletme içerisinde hangi görev ile yükümlü olursa olsun, personelin etkinliği, zayıf ve güçlü yönleri vb. özellikleri bir bütün içerisinde değerlendirmeye tutulmuş olur (Fındıkçı, 2001). Yapılan performans değerlendirmelerinin sebeplerinden biriside personelin sadece işine dair ortaya koyduğu verimlilik olmamakla birlikte yukarıda ifade edildiği üzere genel olarak önemli alanlarda personelin başarısını ölçmektir (Sabuncuoğlu, 2000).

Performans ölçümü kavramı ve performans değerlendirmesi kavramları birbirleriyle alakalı olmakla birlikte fonksiyon açısından farklı kavramları ifade etmektedir. Performans değerlendirmesi kavramı, personelin mevcut performansının daha iyi bir seviyeye getirilmesi ve artırılmasına yönelik yapılması gereken değişiklikler varsa bu değişikliklere dair tavsiyelerde bulunmaktadır. Performans

ölçümü kavramı ise, işletmenin ve işletme içerisindeki örgütün hali hazırdaki durumunu saptayarak kurumun ve örgütün daha önceden belirlenen hedeflerine ulaşmış ulaşmadığına dair bilgi vermektedir. Sadece yapılan ölçüm neticelerine dayanarak işletmenin tamamen başarılı ya da başarısız olduğuna dair bir yargıya ulaşmak mümkün olmamaktadır. Yapılan performans ölçümünün yanı sıra detaylı olarak gerçekleştirilecek bir performans değerlendirmesi akabinde kurumun başarı düzeyi belirlenerek olası durumun sebeplerini oluşturan etmenler hakkında doğru bir kanıya ulaşılabilmektedir (Yenice, 2006).

Performans değerlendirmesine dair uygulamaların amacı genel olarak ikiye ayrılabilir. Bu amaçların ilki, çalışan işe dair gösterdiği performans hakkında bir geri bildirim almak iken ikinci amaç ise, personelin yaptıkları işe dair daha önceden yapılmış tanımlamalara ve işe dair yapılan analizlerde tespit edilen standart ölçülere hangi ölçüde ulaştığına dair bir bilgi sahibi olmaktır (Palmer, 1993). Yapılan değerlendirmeler neticesinde elde edilen bilgi, maaş düzenlemeleri, iş akdini fesih etme, prim veya diğer farklı yönetsel etkinliklere dair kararların verilmesinde kullanılmaktadır (Örücü, 2003; Türkel, 1999).

Performans değerlendirme sayesinde, işletmenin ve işletme içerisindeki organizasyonun hedeflerinin yerine getirilmesine dair olan süreç içerisinde personelin göstermiş oldukları iş performansına dair ifade edilen ya da ifade edilmekten çekinilen pozitif veya negatif bütün unsurlar, çalışanların ileriki dönemlerde gösterecekleri performanslarının saptanmasında etkili olmaktadır. Çalışanların göstermiş oldukları ya da daha sonra kendisinden beklenen performanslarına dair yapılacak olan karşılıklı her türlü istişare personelin kendisini daha iyi bir seviyeye getirmesine yönelik bir şans olarak algılanmalıdır (Thompson, 2003).

İşletmelerde düzenli ve sürekliliği sağlanarak yapılan performans ölçümlerinin işletmelerin devam ettirilebilir bir rekabet üstünlüğü yakalamasındaki önemi oldukça büyüktür. Bununla birlikte, işletmelerin amaçları ve faaliyetlerine uygun bir şekilde belirlediği stratejik planları ile bunların yansımaları olan performanslarının ölçümleri arasında uyum bulunan işletmeler aynı sektörde yer alan diğer rakip işletmelere göre daha başarılı performans sergilemektedirler (Bititci, Carrie and McDevitt, 1997).

5.3.2. Performans Ölçme Kavramı

İşletmelerde performans ölçülmesinin yapılmasının ana sebepleri, problem yaşanan bölümlerin tespitinin yapılması ve işletmenin ana faaliyet konusuna odaklanabilmesinin sağlanmak istenmesidir. İşletmenin performans ölçümü sırasında kullanılacağı yanlış metot ve uygulamalar işletmeye yarardan çok ekstra iş yükü getirecek ve işletmenin ana iş koluna odaklanmasını engelleyecektir. İşletme bünyesinde performans ölçmek amacıyla tek bir ölçüm metodu yerine birden çok farklı ölçüm metodunun uygulanması yaşanması muhtemel yanlış değerlendirmelerin engellenmesinde işletmeye fayda sağlayacaktır. Yanlış metodun seçilmesi aynı zamanda ölçümü kurum içerisinde gerçekleştirecek kişilerde de yanlışlıklara sebep olabilecektir. Farklı noktalara odaklanan ve tutarsız sonuçlar ortaya koyan ölçütler yerine işletmelerin etkin bir performans ölçme sistemi oluşturması gerekmektedir. Bununla birlikte oluşturulacak performans ölçme sistemi ile ölçülecek olan performansın daha da iyi bir seviyeye getirilmesi ve bunun doğru bir şekilde yapılması için oluşturulacak sistemin eksiksiz, esnek ve uygulama aşamasında problem çıkarmayan bir yapıda olması gerekmektedir (Kabadayı, 2002).

Performans ölçütleri, performans ölçümünün en önemli öğeleri olduğundan dolayı mutlak suretle işletmenin amaçları ve stratejileri ile uyum göstermelidir. Bu ölçütlerin tespit edilmesindeki ana unsur, performans ölçütlerinin işletmeye ve işletme içerisindeki örgütsel yapıya uygun bir özellik göstermesidir. Bu performans ölçütlerinin meydana getirilmesi ve taşınması gereken özelliklerin saptanması daha önceden gerçekleştirilmiş birçok incelemenin konusunu oluşturmuştur (Kutay, 2010). Uygulanacak olan performans ölçütlerinin taşınması gereken özellikler aşağıda sıralanmaktadır. Bu sıralanan temel özellikler Neely, Mills, Platts, Gregory ve Richards (1996), Hudson, Smart ve Bourne (2001), Folan ve Browne (2005) tarafından kabul edilmiş olup belirtilmiştir. Bu özellikler:

- a) Performans ölçütleri işletmenin stratejileri uyum göstermelidir. Performans sistemi kısa aralıklarla kontrol edilerek stratejik planlama süreci ile aynı yönde olup olmadığı gözlemlenmelidir.
- b) Performans ölçütleri basit ve yalın bir şekilde olmalıdır.
- c) Geri bildirim doğru bir şekilde sağlamalı ve bunu zamanında gerçekleştirmelidir.

- d)** İş süreçlerini ortaya koyabilmeli ve net hedeflere yönelik olarak oluşturulmalıdır.
- e)** İlerlemeye açık olarak süreklilik göstermelidir.
- f)** Kesin rakamlar yerine oranlar ile ifade edilmelidir.
- g)** Performans ölçütleri anlık olarak değil belirli dönemleri kapsayacak şekilde izlenmelidir.
- h)** Hem finansal hem de finansal olmayan bilgileri kapsamalıdır.
- i)** Üst yönetimin desteğini sağlamalı ve zaman içerisinde değişikliğe gidilebilmelidir.
- j)** Performans ölçütleri sadece kontrol amaçlı olmamalıdır. Aynı zamanda destekleyici ve teşvik edici özellikleri de bulunmalıdır.

İşletmelerin performans ölçme sebeplerinin temel nedenleri arasında faaliyetlerine dair sonuçları denetlemek ve yönetebilme isteği gelmektedir. İşletmeler performanslarını ölçerek faaliyet konularından hangisine daha çok önem vermeleri gerektiğini ve içerisinde buldukları durumu inceleyebilme imkânını elde ederler. Ortaya koydukları performans sonucunda verimlilik sağlayan işletmeler bu durumun işletmeye ne gibi bir katkısı olduğunu bilmektedirler. Verimsizliğin açacağı sorunları tespit etme, personelin işletmeye kazandırdıklarının belirlenmesi, işletmenin hedeflerine uygun bir şekilde yönlendirmelerin yapılması, geçmişteki ve gelecekteki bilgiler arasında ilişki kurabilecek göstergelerin tespit edilmesi gibi sebeplerden dolayı performanslarını ölçmek istemektedirler (Atkinson, Balakrishnan, Booth and Cote 1997).

İşletmeye fayda sağlayacak şekilde iyi düzenlenmiş bir ölçümleme sistemi işletmenin üst yönetimine ortaya konan performansı takip edebilme, çıktılara odaklanma, kurumsal faaliyetleri ve bu faaliyetlere dair süreçleri organize edebilme ile gerçekleşmesi beklenen muhtemel sonuçların geç kalmadan saptanmasında ve çözülmesinde fayda sağlar. İyi dizayn edilmiş bir ölçüm sistemi ile işletmenin hali hazırdaki durumu görülerek sahip olunan performansın aynı faaliyeti icra eden ya da aynı sektör içerisinde yer alan diğer işletmeler ile karşılaştırılma imkânı elde edilir. Ayrıca hem finansal kaynakların hem de finansal olmayan kaynakların doğru ve yararlı olacak bir şekilde dağıtılmasında aracılık görevi üstlenerek mevcut kaynakların ne ölçüde etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir (Web 6, 2005).

İşletmelerin nihai amacı işletmenin genelindeki performansı en üst seviyeye taşımaktır. Neyin başarılı ya da neyin en iyi olduğuna dair durum ise işletme yönetiminin performans kavramına dair olan algısına veya ortaya konan performansı hangi boyutlarda değerlendirdiğine göre değişim gösterebilmektedir. Bunun temel nedeni ise performans kavramının birden fazla boyutu kapsamasıdır. İşletmede kurulmuş olan ya da kurulacak olan sistemlerin varlığı ve bu sistemlerin varlığının devam ettirilebilmesi üst yönetimin başarısı kadar işletmede ölçüme konu olacak performans boyutunun doğru ve gerçekçi olması ile ilgilidir (Benligiray, 1999).

İşletmenin varlığı ve faaliyetlerinin sürdürülebilirliği için yaşamsal bir önemi bulunan performans değerlendirmesi ve bu performans değerlendirmesinden elde edilen sonuçların etkinliği, işletmenin daha önceden belirlenen hedeflerine ulaşmasındaki rolü kısaca performans değerlendirme sisteminin etkin olup olmadığı sürekli bir şekilde ölçülmelidir. Sonuçların etkinliği ile ilgili olarak yapılan her performans değerlendirmesi sonucunda ortaya konan çıktıların etkinliği ölçülmelidir. Böylelikle mevcut değerlendirme sistemindeki eksik ve sorun çıkartan yönler saptanarak daha sonra yapılacak değerlendirme aşamasına kadar düzeltilmelidir. İlgili revizyonların yapılması ve değerlendirme sisteminin ölçülmesi performans değerlendirme sisteminin işletme genelinde etkin bir şekilde devam etmesine sebep olacaktır (Yumuşak, 2008).

5.4. Finansal Performans

İşletmelerde gerçekleşen performansı ölçmeye yönelik anlayış ve performans yaklaşımları geçmişten günümüze kadar sürekli bir değişim ve gelişim süreci içerisinde bulunmaktadır. Finansal performans göstergeleri eskiden beri kullanılmakta olan muhasebe tabanlı performans ölçütleri ile modern finansal yönetime bağlı olarak ortaya çıkan piyasa tabanlı ve değere dayalı performans ölçütlerinden oluşmaktadır. Aynı zamanda bu ölçütler işletmenin faaliyetlerinin temelini oluşturan stratejilerinin ne ölçüde doğru olduğunu ve işletme yönetimi tarafından başarılı ya da başarısız bir şekilde uygulandığını ölçen sistemlerdir. İşletmelerin bünyelerinde uygulamakta olduğu finansal ölçüm göstergeleri, işletmenin geçmişteki ve şimdiki durumu ile gelecekteki olası ölçülebilen iktisadi sonuçlarını özet bir şekilde ortaya konan ve paydaş değerini öncelikli olarak ele alan yaklaşımları içermektedir. İşletmelerin sadece finansal performans ölçütlerini kullanarak mevcut ve gelecekteki performanslarını ölçümlemek istemeleri

değerlendirme işleminin tam olarak sağlıklı bir şekilde yerine getirilmesine yetmemektedir. Uzun yıllardan beri kullanılmakta olan finansal performans ölçütleri sadece finansal çıktılar üzerine odaklanmaktadır. Sadece bu finansal çıktılar üzerinden yapılacak olan yorumlar işletmelerin günümüzde içerisinde bulunduğu sistemden dolayı yeterli olamamaktadır (Sarıaltın, 2003).

Geleneksel finansal performans ölçme yöntemleri uzun yıllardan beri kullanılmaktadır. Bu performans ölçütleri paydaş değerini ölçmekten ve paydaşların refah seviyesine odaklanmaktan daha çok işletmenin muhasebe faaliyetleri neticesinde elde ettiği karlılıkları üzerinde durmaktadır. İşletmelerin an itibarıyla içerisinde yer aldıkları sistemin özelliklerinden dolayı mutlak suretle geri bildirim almaları ve bunun sağlıklı bir şekilde gerçekleşmesi gereklidir. Uygulanmakta olan geleneksel finansal performans göstergeleri ise geçmiş hakkında bilgi sağlamakla birlikte işletmeye olan katkıları tam manasıyla yeterli olamamaktadır. Bu ölçüm göstergeleri işletme içerisinde özellikle kritik sorunlara ve durumlara çözüm üretmede yetersiz kalmaktadır. Bu nedenlerden dolayı işletmelerde finansal performansın daha iyi bir şekilde değerlendirilmesi amacıyla yeni performans göstergeleri bulunması zorunlu bir ihtiyaç olarak doğmuştur (Ghalayini and Noble, 1996).

Geleneksel finansal performans göstergeleri genellikle belirli amaçlarla kullanıldıkları zaman işletme için yararlı sonuçlar ortaya koymaktadır. Fakat işletmenin genelinde uygulanmak ve birim bazında performans ölçülmek istendiğinde ortaya koydukları bilgiler performansı açıklamak ve yönlendirmek açısından yetersiz kalmaktadır. Bunun temel nedeni ise işletmenin finansal performansından elde edeceği bilgileri kullanan hem işletme içerisindeki hem de işletme dışındaki menfaat gruplarının beklentilerini ve ihtiyaçlarını tamamıyla ve aynı anda karşılamıyor olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu ihtiyaçların aynı anda yerine getirilemiyor olmalarından dolayı değer temelli finansal performans ölçütleri kullanılmaya başlanmıştır. Değer temelli performans ölçütlerinin temel fonksiyonu ise işletmelerin geleneksel finansal performans göstergeleri neticesinde ortaya koydukları ekonomik performans çıktılarını gerçek performans durumunu yansıtan çıktılar haline getirerek düzenlemek ve bu geleneksel ölçüm çıktılarına ekstra ilave yeni bilgiler eklemektir. Bu değere dayalı finansal performans ölçütlerinin işletmenin genelinde etkin bir şekilde uygulanabilmesi amacı ile işletme değerinin tespit edilmesi ve bu değer yönetimi ile ortaya konan performansın ölçülmesi içinde

birtakım değere dayalı performans göstergeleri bulunmaktadır. Bu ölçüm yöntemlerinden en önemlileri ise: nakit katma değer, piyasa katma değeri ve ekonomik katma değerdir (Özer, 2012).

İşletmelerin finansal performanslarını doğru bir şekilde ölçmek amacıyla kullandıkları performans göstergelerinin doğru olarak seçmemesinin birçok gizli maliyeti bulunmaktadır. Hatalı bir şekilde seçilmiş ve uygulanmakta olan bir performans ölçütü hem işletme içerisindeki birimlere hem de piyasaya yanlış bilgiler göndererek yöneticileri ve paydaşları hatalı kararlar almaya yönlendirir ve işletmenin belediklerinin dışında sonuçlar almasına sebep olur. Bu performans ölçütlerinin hatalı olarak seçimi aynı zamanda paydaşların refahında azalmaya neden olacak sonuçlara, olması gerekenden daha fazla yatırım yapılmasına ve beklenenin aksine hayal kırıklığı yaratan işletme birleşmelerine yol açabilmektedir. Bu olumsuz sonuçların ortaya çıkmasında işletme yöneticilerin sadece hatalı kararlar vermesi değil uygulanmakta olan ölçütlerin yöneticileri bu kararları almaya teşvik etmesi de rol oynamaktadır. Yukarıda da ifade edildiği üzere geleneksel finansal performans ölçütlerinin seçimi daha çok merkezi karar almanın görüldüğü ve inisiyatifte bulunma yükümlüğünün net bir şekilde belirtildiği zamanlarda geliştirilmiştir. Bu göstergeler işletmelerin bugün içerisinde buldukları ve değere dayalı ekonomik anlayışın hâkim olduğu sistemdeki geçerliliği eskiye oranla azalan faktörleri ölçmektedir. Günümüzde kullanılmakta olan değer tabanlı göstergeler, işletmenin kısa ve uzun vadeli hedefleri içeren, sermayenin maliyetini kapsayan ve risk faktörünü ele alan yapısı nedeniyle işletmenin ortaya koyduğu değeri en doğru biçimde yansıtmaya çalışmaktadır (Ertuğrul, 2009).

Geleneksel tabanlı diğer bir ifadeyle gelir tabanlı finansal performans ölçütleri, hisse başı gelir, net kâr marjı ile faaliyet karı ve benzeri ölçütleri kapsamaktadır. Bahsedilen performans ölçütlerinin amacı ise kurumun bir dönem içerisinde aktiviteleri neticesinde meydana getirdiği geliri ölçümlemeye yöneliktir. Geleneksel tabanlı performans göstergelerinin birçok eksik yanının olduğu daha önceden belirtilmişti. Gelişmiş piyasalarda yer alan işletmelerin pay senetlerinin fiyatlarında meydana gelebilecek değişimlerin karlılık sonuçlarında artış yönlü bir değişim sağlayabileceğine dair görüşler eskisi gibi geçerli olmamaktadır. Bunun temel nedeni ise geleneksel performans göstergelerinin yani karlılık ve gelir temelli göstergelerin işletmelerin sermaye maliyetlerinin hesaplanmasını göz önünde bulundurmamasıdır. Sadece kar ya da gelir rakamına göre performansını değerlendiren ve planlama yapan

bir işletme, gerçekleştirmeyi planladığı yatırımın net şimdiki değeri negatif olsa da vergi unsurundan sonra borçlanma maliyetini geçen bir getiri oranına sahip olan yatırımı sadece karlı olarak kabul edeceği için gerçekleşmesini beklediği sonuçları elde edemeyebilmektedir (Ehrbar, 1998). Böyle bir sonuç elde edilmesi, işletmenin faaliyetleri neticesinde faaliyet karlılığının pozitif olarak gerçekleştiği fakat sermaye maliyetinin buna ek olarak da elde edilen borç maliyetinin aşağısında bir kazanç sağlandığına işaret etmektedir. Bu durum işletmeye yatırımda bulunan pay sahiplerinin bekledikleri getirinin altında bir gelire sahip olmalarına ve servetlerinin değer kaybetmesine yol açmaktadır.

Geleneksel finansal performans ölçütleri temelinde işletmenin sahip olduğu varlıkların ve sermayenin etkin bir şekilde kullanılmasını desteklemek amacıyla geliştirilmişlerdir. Bu destek amacıyla kullanıldıkları takdirde işletme içerisindeki ve dışarısındaki gruplara anlamlı bir bilgi verebilirler. Lakin daha önceden de vurgulandığı üzere performansı tam anlamıyla kapsayacak bir şekilde ölçemezler. Bu performans göstergeleri de muhasebe tabanlı performans ölçütlerinden hareketle oluşturulduklarından dolayı hemen hemen benzer eksiklikleri ve zayıf tarafları içermektedir. Bu göstergelerin hesaplanmasında kullanılan kazanç rakamları, varlıklar ve özkaynak rakamlarında meydana getirilebilecek değişiklikler neticesinde güvenilir olmayan sonuçlar ortaya koyabilmektedir (Knight, 1998). Fakat değere dayalı finansal performans göstergeleri ise dönemsel ölçüler veya işletmenin belirli dönemler süresince oluşan değerini belirli bir zaman noktasında ifade edebildiği için daha doğru sonuçlar verebilmektedir (Ehrbar, 1998).

Değere dayalı finansal performans göstergelerinin ölçmeye çalıştığı değer kavramı işletmenin piyasada meydana gelen değerini ifade etmektedir. Daha önceden de ifade edildiği gibi geleneksel performans ölçütlerinden doğan sorunlar bu performans göstergelerinin tamamıyla kazanca ve özellikle kazancın miktarı üzerine yoğunlaşmasından kaynaklanmaktadır. Fakat değere dayalı göstergelerdeki temel mantık ise işletmenin faaliyetleri ve yatırımları sonucunda elde ettiği kazançların değerliliği ve kalitesidir. İşletmeler genellikle elde ettikleri kazançları herhangi bir nakit yaratıp yaratmadığına bakmadan kabul etmektedirler. Bununla birlikte işletme bünyesinden nakit çıkışı gerektirecek harcamaların daha sonraki dönemlerde herhangi bir ekonomik katkı ve yarar sağlayıp sağlamayacağı geleneksel özellikle muhasebe tabanlı finansal performans göstergelerinde dikkate alınmamaktadır (Web 8 1999).

Geleneksel finansal performans ölçütlerinin bünyesinde taşıdığı eksikliklere karşı yapılan çalışmalar neticesinde piyasaların uzun süreli bir bakış açısına sahip olduğu, pay senetlerinin ise işletmenin faaliyetleri sonucunda elde ettiği kazançlara göre değil de işletmede gerçekleşene nakit akımlara göre değer kazandığı ya da kaybettiği görülmüştür. Yapılan araştırmalar neticesinde ortaya konan bu yukarıdaki özelliklerden dolayı gelişmiş piyasalarla birlikte gelişme sürecinde olan piyasalarda da değer tabanlı finansal performans göstergelerinin daha çok kullanılmaya başlandığını göstermektedir. Faaliyetleri neticesinde beklediğinden daha düşük ya da negatif kazançlara ulaşan işletmeler, piyasanın geleceğine dair olumlu beklenti içerisinde olduklarından dolayı önemli piyasa değerlerine ulaşmışlardır (Copeland, Koller and Murin, 2000).

5.5. İşletmelerin Performans Yetersizliği ve Finansal Başarısızlık

İşletmeler faaliyetleri sırasında karşılaştığı sorunları daha önceden tahmin edebilir ve bu problemlere bir çözüm bulabiliyor olsalar da kimi zamanda çözüm üretemediklerinden dolayı başarısız olabilmektedirler. İşletmelerin karşılaştığı başarısızlık durumu, karşılamakla yükümlü olduğu finansal yükümlülüklerini karşılayabilmesinden varlığının iflas ile sonuçlanmasına kadar olan durumları kapsayan geniş bir süreci ele almaktadır (Uzun, 2005). İşletmelerin finansal bakımından başarısız bir halde olduğunu gösteren farklı birçok göstergeler bulunmaktadır. Bu başarısızlık göstergeleri: iflas etme, işletmenin sahip olduğu varlıkların %10'luk bir kısmının kaybedilmesi, sermayesinin %50'sinin kaybedilmesi, faaliyetleri neticesinde üç yıl arka arkaya zarar beyan etmesi, faaliyetlerinde ve finansmanında kullandığı borçların geri ödenmesinde zorluk çekmesi, üretim faaliyetlerinin devam etmemesi ve durdurulması ile sahip olduğu borçlarının varlıklarından fazla olması şeklinde sıralanabilmektedir (Aktaş, Doğanay ve Yıldız, 2003).

İşletmelerin karşılaştığı başarısızlık durumları 3 başlık altında incelenebilmektedir. Bunlar; Ekonomik başarısızlık, teknik ve finansal başarısızlık başlıklarıdır.

5.5.1. Ekonomik Başarısızlık

Ekonomik başarısızlık kavramı, işletmenin yatırımları neticesinde elde ettiği karlılığının sermaye maliyetinden daha düşük bir seviyede gerçekleşmesi sonucu

ortaya çıkmaktadır. Karlılık seviyeleri sermaye maliyetinden daha yukarıda gerçekleşen kurumlar ekonomik yönden başarılı işletmeler olarak görülmektedir (Dağlı, 1994). Bununla birlikte faaliyetleri ve yatırımları sonucunda elde ettiği gelirleri faaliyet ve yatırımlarına dair oluşan maliyetleri karşılamayan işletmeler ekonomik başarısızlık ile yüz yüze gelirken, sağlamış olduğu gelirleri maliyetlerini karşılayan ve üstünde yer alan işletmeler ise ekonomik bakımdan başarılı işletmeler olarak kabul edilmektedir.

İşletmelerin ekonomik başarısızlık ile karşılaşması neticesinde nakit akımlarında sorunlar meydana gelmektedir. Nakit akımlarında meydana gelen problemin önemli bir özelliği ise bu problemin işletmeler açısından bir süreklilik arz edip etmediği durumudur. Nakit akımlarında meydana gelen bir sıkıntı geçici yani kısa bir süreliğine ise büyük bir sorun teşkil etmeyecektir. Fakat bu sorunun uzun vadeli ve sürekliliğe sahip olması durumunda işletmenin tasfiye durumu ortaya çıkacaktır. Etkin bir nakit yönetimine sahip işletmelerde günlük olarak gerçekleşen nakit girdileri ve çıktılarına dair bir tahmin yapılmaktadır. İşletme açısından önemli bir nakit girdisi sağlayan alacaklar hesabının takip altında tutulması işletmeye yarar sağlayacaktır. Bununla birlikte işletmelerde gerçekleşen ekonomik başarısızlığın sebepleri arasında âtil işletme kapasitesi, yanlış fiyatlandırma politikaları, ana faaliyet konusu dışında yapılan yatırım ve girişimler gibi etkenlerde sıralanabilmektedir (Selimoğlu ve Orhan, 2015).

5.5.2. Finansal Başarısızlık

İşletmelerin finansal açıdan başarısız olmaları ekonomik açıdan başarısız olmalarına bağlı olarak ortaya çıkan bir durum değildir. İşletmelerin finansal başarısızlık neticesinde varlıkları son bulabilir veya çeşitli düzenlemeler ile faaliyetlerini ve var oluşlarını yapılandırabilirler. İşletme yöneticilerinin işletmenin zayıf ve güçlü yönleri ile olası fırsat ve tehditleri net bir şekilde biliyor olmaları alacakları stratejik kararları daha da iyi bir şekilde almalarına neden olacaktır (Ceylan, 2001). Finansal başarısızlık kavramı aynı zamanda işletmenin finansal yükümlülüklerini ve finansal açıdan yeterliliğini gösteren koşulları yerine getirememesini de ifade etmektedir (Akkaya, Demireli ve Yakut, 2009). Aynı zamanda finansal başarısızlığın meydana gelmesinde işletme politikaları ile alınan finansal kararların hatalı bir şekilde verilmesi ve işletmenin diğer alanlarında oluşan başarısızlıklarda işletmenin amaçlarına ulaşmasını engelleyerek finansal açıdan

başarısız olmasında etkin bir rol oynayabilmektedir (Okka, 2009). İşletmenin tedarik ettiği borçları vadesinde geri ödeyememesine yönelik sıkıntı çekmesi teknik açıdan işletmeyi başarısız kılarken işletmenin aldığı borçları geri ödemesinde sahip olduğu varlıkların yeterli olmaması durumu ise iflas kavramı ile ifade edilmektedir (Akkaya ve Tükenmez, 2007).

Gelişim sürecini tamamlamış ülkelerde işletmelerin finansal açıdan başarısızlığı için kriter olarak iflas kavramı benimsenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise iflas eden işletme sayısının azlığından dolayı daha esnek bir şekilde finansal başarısızlık tanımlaması kullanılmaktadır. Bu ifadeye göre işletmenin tedarik ettiği borçlar ve bu borçlarında ödeme vadesi geldiğinde işletmenin sıkıntı yaşaması ve iflas etmesi arasındaki bütün durumlar finansal başarısızlık kavramı ifade edilmektedir. İflas durumu finansal başarısızlık sürecinin son aşaması olduğundan dolayı ve iflas olayı gerçekleştiğinde işletme finansal açıdan bütün başarısızlık risklerine maruz kaldığından dolayı finansal başarısızlık kavramı öngörülebilir bir durum olmaktan çıkmaktadır (Özdemir, Choi ve Bayazıtlı, 2012).

5.5.3. Teknik Başarısızlık

Bazı işletmelerin sahip olduğu varlık toplamı ödemekle yükümlü olduğu borçlarından daha fazla olmasına rağmen sipariş miktarlarında meydana gelen değişikliklerin sık sık görülmeye başlanması ve alacakların vaktiyle tahsil edilemiyor oluşundan dolayı işletmeler vadesi gelen cari yükümlülüklerini karşılamakta sıkıntı yaşayabilmektedirler. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan işletmeler kısa vadedeki borçlarını ödeyemediklerinden daha doğrusu döndüremedikleri için teknik açıdan başarısız olarak addedilir ayrıca bu durum kurumun teknik likiditesini yitirmesi olarak tanımlanır. Bu durum sonucunda işletme sermayesi ihtiyacı doğmaktadır. Teknik likiditelerini kaybeden işletmeler az miktarda borcu karşılayamamaktan başlayarak peşi sıra zamanı gelen borçları ödeyememe şeklinde nispeten daha kötü durumlara yol açacak halleri içerecek kadar finansal güçlük durumuna girebileceklerdir.

Bu finansal güçlük durumunun genişliğine bağlı olarak da işletmelerin alacağı önlemlerde değişiklik gösterebilecektir (Gönenli, 1988). İşletmelerin anlık sermaye ihtiyacını belirleyen durumlar genel olarak işletmenin özelliği, satışlarında mevsimsellik etkisinin görülmesi, üretime dair oluşturulan politikalar, diğer

işletmeler ile olan rekabet ve bu rekabete dair koşullar, kar dağıtım politikaları ile yatırım ve büyümeye yönelik politikaları şeklinde sıralanmaktadır. Diğer taraftan işletme bünyesindeki mevcut nakit miktarının olması gereken seviyeden yüksek olması birtakım faktörlerle ilişkilidir (Aksoy, 1993). Kurumun bünyesindeki elde tutulan ve ödemelerde anında kullanılan varlıkların yönetimine dair etkinliği artırıcı işlemler gerçekleştirilirken bu durumun işletmenin etkinliğinde azalma meydana getirmesi istenen bir durum değildir (Büker ve Aşıkoğlu, 1993). İşletmede oluşturulan nakit yönetimi ile belirlenmeye çalışılan en iyi seviyedeki nakit tutarı, işletme bünyesine nakit girişlerini hızlandırarak, ödemelerin vadesini uzatarak ve hali hazırdaki nakit miktarının aktarılması gereken en uygun yerlere dağıtımının sağlanmasıyla karşılaştırılacaktır (Ringle and Harris, 1984).

5.5.4. İflas Kavramı

İflas kavramı finansal başarısızlık sürecinin son aşaması olup işletme faaliyetlerine iflas masası tarafından son verilip işletmenin tasfiye edilmesini ya da yeni baştan yapılandırılmasını da kapsayan hukuki bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Emery, Finnetery and Stowe, 2004). İflasa uğrayan bir işletme artık yabancı kaynak sağlama yoluyla yatırım yapabileceği yeteneğini de kaybetmiş durumdadır. Buna ek olarak işletme bünyesinde önceki yıllarda oluşan geçmiş yıl zararlarından dolayı işletmenin özkaynağında azalmalar meydana gelmiş olabilir.

İflas durumu, işletmenin tasfiye edilme durumunun faaliyetlerini devam ettirmesine oranla daha mantıklı olarak görüldüğü bir durumda başvuru ve mahkemede alınan karar ile sonuçlandırılan bir süreçtir. İflasa yol açan sebepler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Rees, 1990):

- a) İşletmenin gerçek karlılığında düşüş yaşanması,
- b) Varlıkların finanse edilmesinde kaynakların dağıtılması gerektiği şekilde dağıtılmamasıdır. Burada ifade edilen dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla ve duran varlıklarında özkaynaklar ile finansmanının sağlanmamasıdır.
- c) İşletmenin yer aldığı piyasaya daha sonra giren rakip işletmeler ile rekabet edilememesi,
- d) İşletme bünyesinde finansal açıdan problemlerin yaşanması,
- e) İşletme sermayesinin zayıflaması diğer bir ifadeyle işletme bünyesinde dağıtılmayan karlar ile ek fon yaratılmasında veya işletme finansmanı

yöntemlerinden biri olan oto finansman ile kendi kendine kaynak yaratabilme gücünde zayıflama görülmesi,

f) Mevcut ve ileride gerçekleşmesi muhtemel riskleri önceden tahmin edememe.

İşletmenin kanuni açıdan iflas etmiş olarak değerlendirilebilmesi için hukuksal sürecin tamamlanmış olması ve ilgili mahkemenin iflasa dair kararı onaylaması gerekmektedir. Bu süreç dâhilinde işletme tasfiye yoluna gidilerek işletmenin sahip olduğu borçları ödemekle yükümlü olduğu alacaklılarına kanunda belirtilmiş olan sıraya göre ödenir (Aslanoğlu, 2008).

İşletmenin finansal başarısızlığı neticesinde iflas sürecine girmesi işletme bünyesinde hem dolaylı hem de doğrudan olmak üzere birtakım giderlerin doğmasına sebep olmaktadır. İflas durumunun gerçekleşmesi sonucu ortaya çıkan bu giderlerden biri olan doğrudan giderler içerik bakımından iflas sürecindeki hizmetlerinden dolayı üçüncü şahıs veya gruplara ödenmekle mükellef olunan ücretlerden oluşmaktadır. Bir diğer gider türü olan dolaylı giderler ise işletmede yaşanması muhtemel bir iflas sebebiyle gerçekleştirilemeyen ya da kaybedilen satışlar ile risk seviyesinde meydana gelen artışlar yüzünden artan kredi maliyetlerinin sebep olduğu kar rakamındaki azalmalardır. Büyük ölçüde iflasa uğrayacak bir işletme ile karşılıklı olarak iş yapmak istemeyen bir işletmeden dolayı iflas gerçekleşmesi muhtemel işletmenin satışlarında kesinti meydana gelmesi satışla ilgili olarak oluşan dolaylı gidere bir örnek olarak gösterilebilir. Karlılığın gerçekleştirilmesi neticesinde borçlanma neticesinde oluşan vergi unsurunun avantajı, sürekli bir şekilde zarar eden ve akabinde iflasa uğrayan bir işletmede geçerli olamayacaktır. Vergiye ait olan bu fırsat maliyeti, üçüncü dolaylı gider kalemini oluşturmaktadır (Aktaş vd., 2003).

İflas olayının gerçekleşmesinin sadece işletmeye etkide bulunan bir boyutu bulunmamaktadır. İflas durumu, bu duruma uğrayan işletme ile birlikte işletmenin içerisinde yer aldığı ülkenin ekonomisine olan etkileri açısından da oldukça önemlidir. İflas kavramı toplum içerisinde birtakım sosyo-ekonomik sorunlara neden olabilmektedir. Bunun yarattığı en önemli sorunların başında iflas sonrasında varlığı sonlanan işletmeler neticesinde mevcut işsizlik seviyesinde artışlar meydana gelmektedir. İflasın bir diğer negatif yansıması ise yapılması muhtemel yeni yatırımlar üzerinde olmaktadır. Özellikle halka açık işletmelerde iflas olayının görülmesi bu tür işletmelere yatırımda bulunan tasarruf sahiplerinin refah

seviyesinde azalmalara neden olmaktadır. Tasarruf sahiplerinin refahında ve birikiminde görülen azalma sadece bireysel yatırımcılar ile sınırlı olmamakla birlikte işletmelerin diğer işletmelere iştirakinin görüldüğü durumlarda da görülmektedir. İştirak olayının görüldüğü durumlarda zincirleme bir etki söz konusudur. Çünkü iflası uğrayan bir işletme iştirakte bulunduğu yani ortak olarak katıldığı bir işletmeyi de iflasa sürükleyebilmektedir. İflas olayının yarattığı bir diğer olumsuz durum ise ekonomide meydana getirdiği net kayıplardır. İşletmelere kredi sağlayan kuruluşların iflas eden işletmelere verdikleri kredileri tahsil edememesi ilerideki dönemlerde diğer işletmelere kredi sağlanmasına da olumsuz olarak yansımaya sebep olacaktır. Diğer işletmelere verilmesi muhtemel kredi miktarlarında görülecek olan azalma ekonomik bakımından net bir kayıp olarak değerlendirilmektedir. Bu net kayıp durumunun gerçekleşmesi ile birlikte bu durumun birde kredi adaleti gibi bir yönü bulunmaktadır. Başarılı işletmelerin bulunduğu bir ortamda finansal açıdan başarısız olan işletmelere kredi sağlanması adaletsizlik olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca ekonomik yönden değerlendirildiğinde fırsat maliyeti de bulunmaktadır. Kredi verilen bir işletmenin aldığı borcu ödememesinin kredi sağlayan kuruluşa olan maliyeti sadece verdiği kredi miktarı ile sınırlı olmamaktadır. İşletmenin başarılı olması durumunda elde edeceği muhtemel gelirden de yoksun kalınacaktır. İşletmelerde görülecek finansal açıdan başarısızlıkların artması bu kurumlara borç sağlayan kuruluşlardaki tahsil edilememiş alacak miktarının artmasına sebep olacak ve bunun neticesinde kredi faiz oranlarında da artış meydana gelecektir. Bu durum maliyet enflasyonunu daha da artırıcı bir etkiye yol açacaktır (Aktaş vd., 2003).

5.6. İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Nedenleri

Bir işletmenin başarılı ya da başarısız olması temelde iki adet unsurun birbirleriyle etkileşimi sonucunda meydana gelmektedir. Bu etkileşime neden olan faktörlerden ilk olanı işletmen yönetiminin kontrolü dışında olan ve performansı etkileyen işletme dışındaki unsurlardır. Enflasyon oranı, döviz kurları, ekonominin büyüme seviyesi, faiz oranları, tüketicilerin tutumlarında meydana gelen değişimler vb. bir takım çevresel faktörler net bir şekilde işletmenin içerisinde yer aldığı pazardaki performansını ve karlılık durumunu etkilemektedir (Sharma and Mahajan, 1980). İşletmenin performansına etkide bulunan bir diğer ana unsur ise işletme bünyesinde ortaya çıkan ve yönetim tarafından kontrolü sağlanabilen unsurlardır. Yapılan araştırmaya göre işletmelerde görülen başarısızlıkların sebepleri

aşğıda sıralanmakta olan 5 adet ana faktörden kaynaklanmaktadır (Thevnin, 2003).

Bu faktörler:

- a) İşletmenin yönetimdeki tecrübesi,
- b) Satışlarda diğeri bir ifadeyle ciro rakamında görülen azalma,
- c) İşletme gider seviyesinde görülen yükselmeler,
- d) Ekonomik faktörler,
- e) Diğeri çeşitli faktörler şeklinde sıralanmaktadır.

Yapılan araştırmada işletmelerin gösterdiği başarısızlığın en büyük sebebi olarak içerisinde yer aldığı mevcut ekonomik ortam ve buna bağlı faktörler gösterilirken diğeri ikinci faktör olarak da işletmenin yönetimdeki tecrübesi gösterilmektedir.

5.6.1. İşletme Dışı Unsurlar

İşletmeler içerisinde yer aldıkları mevcut ortamdan etkilenebilen ve aynı zamanda bu mevcut ortama etkide bulunabilen varlıklardır. İşletmenin kendisiyle alakalı olan fakat kendisinin dışında kalan bütün faktörler makro çevreyi oluşturmakta olup sistemle alakalı olan ve o sistemin dışarısında kalan bütün faktörler makro çevre olarak ifade edilmektedir (Dinçer, 1992). İşletmenin dışında ve kontrolü haricinde olan bu faktörleri tamamıyla ortadan kaldırmak mümkün olmamak ile birlikte işletmeye olan etkilerini azaltacak tedbirleri almak mümkün olmaktadır. İşletmenin başarısız olmasında etkisi olan dışsal faktörler aşağıda yer almaktadır.

5.6.1.1. Toplumsal Çevre

İşletmenin içerisinde yer aldığı toplumsal çevre işletmede meydana gelen başarısızlığın sebeplerinden biri olarak yer almaktadır. Toplumun genelinde hâkim olan davranış kalıpları ekonomik şartlar ile bir araya gelerek işletmenin faaliyetlerine yön verebilmektedir (Büker, Aşıkoglu ve Sevil, 1997). İşletmeler faaliyetlerinde başarılı olabilmek ve varlıklarını devam ettirebilmek için içerisinde yer aldıkları toplumsal ortamda oluşan beklentileri bilmek ve mevcut beklentileri karşılayacak bir şekilde faaliyetlerine devam etmek zorundadırlar. Kaliteli bir hizmet vermek ve ürün üretmek, tüketici haklarına saygılı olmak ve çevresel duyarlılığa sahip olmak toplumsal ortamda oluşan beklentilerden bazılarıdır (Türko, 1999).

5.6.1.2. Yasal ve Politik Ortam

İşletmelerin varlıklarını ve faaliyetlerini devam ettirmeleri sırasında uymakla yükümlü oldukları ve üstlerinde yaptırım gücü bulunan birtakım kanunlar mevcuttur. Bu kanunlar işletmelerin sahip oldukları birtakım haklarını korumakla ve daha iyiye ulaşmalarına sebep olmakla birlikte bazı zorunlulukları ve sorumluluk almalarını da doğurabilmektedir. İşletmelerin faaliyetleri sırasında bu kanunlara uymamaları birtakım yaptırımlara uğramalarına, itibar kaybı yaşamalarına ve küçük düşmelerine neden olmakla birlikte bu faktörler başarısız olmalarına sebep olabilmektedir (Türko, 1999). Bu yüzden işletmeler içerisinde yer aldıkları ve faaliyetlerini sürdürdükleri toplumun hukuksal yapısına dikkat etmek ve bu yapıya uyum göstermek zorundadır.

5.6.1.3. Ekonomik Ortam

İşletmeler içerisinde yer aldıkları ekonomik düzenin bir parçası olmakla birlikte faaliyetlerini sürdürdükleri ülkede görülen ekonomik şartlardan etkilenmektedirler. Ekonomik durgunluğu görüldüğü ülkelerde yer alan işletmelerin nakit akımları ve borçları arasındaki mevcut marjın daralması sonucunda işletmelerin gelirlerinde görülen azalışlar kısa vadede varlıkların satışına, işletmeye faaliyetlerine ve amaçlarına uygun olmayan bir varlık ve kaynak yapısının meydana getirilmesine, var olan yaşam kalitesinin azalmasına ve nihayetinde de iflas sonucunun yaşanmasına neden olmaktadır (Newton and Wileyard, 1989). Bununla birlikte ekonomide görülen durgunluğun bütün işletmeleri başarısız kılarak iflasına yol açtıklarını söylemek tamamıyla doğru olmamaktadır. İşletmelerin ekonomide görülen durgunluktan etkilenme dereceleri birbirlerine göre farklılık göstermektedir. Ekonomide görülen durgunluk durumu işletmelerin büyük çoğunluğunun başarısızlığına yol açmakla birlikte bu dönem içerisinde maliyetlerinde azalmaya yol açabilecek türde ürün üreten işletmelerinde başarılı olmasına yol açabilmektedir (Megginson and Smart, 2006).

İşletmelerde meydana gelen başarısızlık durumları ekonomik sistemde görülmekte olan düşük seviyedeki ya da negatif olarak gerçekleşen büyüme göstergeleri ile yakından ilişkilidir. Ekonominin yukarıda da ifade edildiği üzere durgunluk dönemine girmesi durumunda işletmenin mevcut satış hacminde meydana gelebilecek ani düşüşler sonucunda işletme edeceği gelirleri ile sabit maliyetlerini karşılamakta sıkıntı içerisinde girebilir. Bununla birlikte ekonomik durgunluk periyodu öncesinde faiz oranlarında görülebilecek ani bir yükseliş neticesinde

işletmenin gelecek dönemlerdeki nakit akımlarında sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Faiz oranlarında görülecek olan ani yükselişlerden dolayı işletmeler finansal ihtiyaçlarını sürekli bir şekilde sağlamakta zorlanacaklardır (Gitman, 2003).

İşletmeler başarısız olsalar bile sahip oldukları likit kaynaklar ve uygun kredi temin etme imkanlarından dolayı iflas sürecine kolay kolay girmemektedirler. Bu faktörlerden dolayı işletmelerin yaşadığı başarısızlıklar yeterince likit kaynaklara sahip olmadıkları ve uygun koşullarda kredi teminini sağlayamadıkları zamanlarda daha da çok artmaktadır. Kredi temin etme durumunun özellikle para mevcudiyetinin piyasalarda az olduğu dönemlerde daha da zorlaştığı ve bu durumun en çok küçük ölçekli işletmeleri etkilediği varsayılmaktadır. Mali açıdan olumsuz koşullar altında bulunan işletmeler sermaye piyasalarını etkin bir şekilde kullanamadıklarından dolayı ihtiyaçları olan kaynakları temin etmekte problem yaşamaktadırlar. Kredi tedarik etmek konusundaki sıkıntı sadece küçük ölçekli işletmeleri etkilemekle kalmayıp aynı zamanda büyük ölçekli işletmeleri de etkileyerek dolaylıda olsa bu işletmelerin yer aldığı ülkelerin ekonomisine de olumsuz bir yansıma sağlayacaktır. Bu sayılan sebeplerden dolayı mevcut ekonomik çevre içerisinde işletmelerin kredi tedarik etmelerine etkide bulunan faktörlerde işletmelerin finansal başarısızlığı açısından önemlidir (Altman, 1983).

Mevcut ekonomik ortam içerisinde işletmelerin finansal açıdan başarısız olmalarına etkide bulunan bir diğer faktör ise enflasyondur. Enflasyon işletme açısından finansmanda problem yaşanmasına sebep olmakla birlikte işletmenin varlığını ve faaliyetlerini devam ettirmesi için oldukça önemli olan çalışma sermayesi ihtiyacında da artışa sebep olmaktadır. Enflasyonun yaşandığı zamanlarda paranın satın alma gücünde meydana gelen azalıştan dolayı işletmeler ürün ve hizmet sağlamak amacıyla ihtiyaç duydukları unsurlara normalden daha fazla bir ödemede bulunmaktadırlar. Yüksek enflasyona bağlı olarak fiyatlarda görülen sürekli artış yüzünden işletmeler faaliyet hacimlerini koruma maksatlı olarak daha çok işletme sermayesine gereksinim duymaktadırlar. Bu işletme sermayesine eskisinden daha çok duyulan ihtiyaçtan dolayı işletmeler borçlanma yoluyla finansman sağlamayı seçmekte olup bu durumda yabancı kaynak maliyetinin artmasına ve bu yüzden de sürekli bir şekilde maliyetlerde ve fiyatlarda artışa sebep olmaktadır (Tunçsiper ve Köroğlu, 2006). Yüksek enflasyonun mevcut olduğu bir ekonomik çevrede doğal olarak ortaya çıkan risk ve belirsizlik yüzünden yatırım kararlarına dair olan tercihlerin yönü değişecektir. İşletmeler ihtiyaçları olan özkaynağı tedarik

edemedikleri için arayışlarını yabancı kaynak doğrultusunda sürdüreceklerdir. Kaynak temininde yaşanan sıkıntılar ve zorluklar başlanan yatırımların vaktiyle tamamlanmasını engellediği gibi yapılmakta olan yatırımların mevcut maliyetlerinde artışa sebep olmaktadır. Karlılık sonuçlarına bakarak değerlendirme yapan işletmeler gerçek değerinden daha doğrusu olması gereken kar rakamlarından daha yüksek olan karlılığı göz önünde bulundurduklarında rasyonel kararlar vermekte zorlanabilir ve bu durum işletmeyi uzun dönemde etkisi altında alacak koşulların doğmasına yol açabilir (Web 13, 2005).

5.6.1.4. Doğal Ortam

İşletmelerin başarısızlıklarına neden olan doğal ortam etkileri açısından iki şekilde değerlendirmeye alınabilir. İşletmelerin faaliyetlerinde kullandıkları doğada yer alan kaynaklar doğal ortamı tanımlamakla birlikte değerlendirmede ele alınışın ilk sırasında gelmektedir. İşletmeler üretim faaliyetlerine devam edebilmek için mutlak surette doğal bir ortama ve bu ortamda yer alan kaynaklara muhtaçtırlar. Doğal ortamın sürekli bir şekilde değişime uğraması ve gelişim göstermesi işletmelere birtakım fırsatlar sağlayabildiği gibi dezavantaj yaratacak ve olumsuz etkileyecek koşulları da sunabilir (Büker vd., 1997). Büyük ölçekte üretim faaliyetinde bulunan işletmelerin üretim süreçlerinde istem dışı birtakım atıkların meydana gelmesi doğal ortamı zarara uğratan en büyük sorunlardan birini oluşturmaktadır. İşletmelerin üretim faaliyetlerinde ya da kullanım esnalarında doğal çevreyi zarara uğratabilecek türdeki ürünlerin kullanımına ve satışlarına getirilen birtakım sınırlandırmalar ya da toplumdaki kaynaklanan baskı nedeniyle bu tarz ürünlerin kullanımı ile satışlarında azalmalar gerçekleşmekle birlikte bu durum işletmeleri finansal açıdan sıkıntıya sokmaktadır (Türko, 1999).

İşletmelerin doğada meydana gelen birtakım sorunlarla karşılaşma tehlikesi içerisinde yer aldığı ülkenin ekonomik durumu ne olursa olsun her daim bulunmaktadır. İşletmeler maksimum düzeyde dikkatli olsalar ve önlem alsalar bile kontrol edemedikleri bir faktör olan doğadan kaynaklı problemler yüzünden istemedikleri bir kayba uğrayabilmektedirler (Newton, 1989). İşletmeler bünyelerinde yıkıma neden olan doğal olayların gerçekleştiği çevreyi değiştiremedikleri için içerisinde yer aldıkları doğal ortamdan minimum şekilde zarar görecektir. İşletmeler varlıklarını ve faaliyetlerini kayıplara karşı korumak amacıyla sigorta ettirebilirler bile kayba uğrama durumunda sigortadan

sağlayacakları paranın gecikmesi durumunda nakit akışlarında duraksamalar yaşayabileceklerdir. Nakit akımlarında kesintiye ve durgunluğa giren bir işletme yerine getirmekle yükümlü olduğu sorumluluklarında sıkıntıya girerek mali problemler ile yüz yüz gelecektir (Web 9, 2004).

5.6.2. İşletme İçi Unsurlar

İşletmelerin kontrol edemediği çevresel yani dışsal unsurlar ile birlikte işletmenin bünyesinden ve yönetiminden kaynaklanan faktörlerde işletmelerin başarısız olmasında rol sahibi olmaktadır. Fonksiyonellik açısından işletmenin sahip olduğu fonksiyonların her seviyesinde görülebilecek işletme kaynaklı başarısızlıklar denetim yoluyla genellikle kontrol alınıp gözlemlenebilse bile çoğu zaman işletmenin yönetiminden ve yönetiliş şeklinden kaynaklanan sorunlardır. İşletmenin kendisinden kaynaklanan finansal açıdan başarısızlık yaratan sebepler aşağıda yer almaktadır.

5.6.2.1. Yönetim Yetersizliği

İşletmelerin finansal açıdan kendilerini başarısızlığa uğratan fakat kontrol edebileceği türdeki faktörleri yakından izlemesi özellikle yönetimin başarısızlığı engellemesinde diğer faktörlere nazaran daha büyük önem taşımaktadır. Bu sebeplerden dolayı işletmenin yönetimi, içsel faktörlerin yönetilmesinde titiz davranmalıdır. Konuyla ilgili olarak yapılan çalışmalarda başarısızlığa yol açan kurum içi yani içsel faktörler aşağıda sıralanmaktadır (Mellahi and Wilkinson, 2004):

- a) İşletmenin finansal kaynaklarında yaşanan sıkışmalar (Cameron, 1983),
- b) Karlılığın negatif gerçekleşmesi (D'Aveni, 1989),
- c) İşletmelerin yer aldıkları pazar'ın yapısında görülen gelişmelere uyum sağlayamaması (Harrigan, 1982),
- d) İşletmelerin sahip oldukları politik ve sosyal gücü kaybetmeleri (Benson, 1975),
- e) İşletmelerin uluslararası pazarlardan çıkışı ve çekilişi (Burt, Mellahi, Jackson and Sparks, 2002; Jackson, Mellahi and Sparks, 2005),
- f) İşletmelerin pazar kaybında görülen ciddi kayıplar (Mellahi, Jackson ve Sparks, 2002).

Whitker tarafından 1999 senesinde gerçekleştirilen bir çalışmada incelemeye konu olan işletmelerin büyük bir çoğunluğunun dışsal nedenlerden daha çok yönetsel anlamdaki yetersizliklerden kaynaklanan sebeplerden dolayı finansal açıdan

başarısızlığa uğradığına dair bulgular elde edilmiştir. Araştırmaya konu olan işletmelerin %9,4'lük bir kısmının yalnız dışsal unsurlara bağlı olarak finansal açıdan başarısız oldukları bununla birlikte %39,3'lük bölümün ise yönetimdeki yetersizliklere bağlı olarak başarısız oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Aynı anda iki unsura da bağlı olarak başarısız olan işletmelerin oranı ise %37 olarak tespit edilmiştir. Buradan hareketle finansal açıdan başarısızlığa uğrayan işletmelerin başarısızlık sebebi olarak eksik yönetimin toplamdaki oranı %76,3 olarak gerçekleşmiştir.

İşletmelerde görülen yönetim eksiklikleri ilgili literatürde aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Emery et al., 2004):

- a) İşletmelerin üretim teknolojilerinde meydana gelen değişimleri ciddiye almamaları,
- b) Kurum içerisinde görülen dolandırıcılık faaliyetleri,
- c) İşletmelerin birbirleri arasındaki iletişimin güçlü olmaması,
- d) İşletme içerisinde oluşan maliyetlerin belli bir düzene ve kontrol altına alınamaması,
- e) Verilen yatırım kararlarında nakit akıslara gereken önemin verilmemesi,
- f) Borçlanmaya çok fazla ağırlık verilmesi ve borçlanma yoluyla büyümeye gidilmesi,
- g) Mevcut kaynakların sadece bir projeye aktarılması ve tek bir projeye odaklanması.

İşletmede görev yapan yöneticilerin işletmelerin başarılı ya da başarısız olmalarına olan katkıları aynı seviyede olmamaktadır. İşletmenin finans bölümüyle ilgili kararları veren yöneticilerin işletmenin başarısındaki önemi daha büyük ve kritiktir. Bu kritik önem ise yatırım ve finansmana dair kararların oluşturulmasındaki sağlıklı yapının meydana getirilmesi ve uygulanması ile meydana getirilen yapının denetlenerek olası durumlarda gerekli önlemleri hayata geçirmektir (Gitman, 2003).

5.6.2.2. Çalışma Sermayesinin Yetersizliği ve Nakit Akış

İşletmelerin eksik çalışma sermayesine sahip olmaları ve nakit akışlarında görülen yetersizlikler finansal açıdan başarısızlığın önemli nedenleri arasında gösterilmektedir. Konuyla ilgili olarak gerçekleştirilen bir çalışmada bununla ilgili olarak işletmelerin finansal bakımdan başarısız olmalarında %47'lik bir yüzdenin

çalışma sermayesi ile nakit akışlardaki yetersizliklere ait olduğu tespit edilmiştir (Brigham and Daves, 2004). İşletmeye kaynak sağlayan kişi ya da kuruluşlar verdikleri borcu vadesinde tahsil edemedikleri takdirde işletmenin finansal açıdan likidite yani nakde çevrilebilir varlık veya nakit para sıkıntısıyla karşı karşıya olduğu anlaşılmaktadır. Böyle bir durumun gerçekleşmesi işletme açısından içerisinde yer aldığı piyasada olumsuz bir imajın oluşmasına neden olacaktır. İşletmede finansman ile ilgili kararları verenler borç tedarik etme durumunda kalırlarsa mutlak suretle vadesinde ödeyebilecekleri bir şekilde borçlanma kararı vermelidir. Borç yekünü içerisinde kısa ve uzun vadeli borçlar arasında mutlaka bir denge kurulması gerekmektedir (Yılancı, Yıldız ve Kiracı, 2002).

İşletmelerin çalışma sermayesine olan ihtiyaçları özellikle ölçek bakımından küçük olan işletmeler için daha fazla hayati öneme sahiptir. Bu tür işletmelerin özkaynak yapılarının yetersizliği, piyasalardan kaynak tedarikinde diğer ölçekteki işletmelere nazaran daha kısıtlı olmaları işletmeler için hayati önemi olan çalışma sermayesinin sağlanmasında kaynak eksikliğine yol açmaktadır. Bu yetersizlik ise doğal olarak işletmelerin likidite durumunu etkilemekle beraber finansal açıdan sorunlara yol açmaktadır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010). İşletmelerin faaliyetlerinin devamlılığı ve olası yeni yatırımların gerçekleştirilmesinde güçlü bir nakit akıma sahip olmaları oldukça kritik bir öneme sahiptir. Nakit akışlarda meydana gelen azalmalar daha doğrusu önceki dönemlere göre yaşanan düşüşler işletmenin zamanı geldiğinde ödemekle yükümlü olduğu ödemeleri gerçekleştirmesine engel olur. Nakit akımı kuvvetli olmayan işletmelerde de doğal olarak çalışma sermayesinde yetersizlikler görülmeye başlar. Böyle bir durumda bulunan işletme ise işletme bünyesi dışındaki tehditlere karşılık vermekte sıkıntıya girer (Web 50, 2004).

5.6.2.3. Aşırı Borçlanma

Yeterli ölçüde özkaynak zenginliğine sahip olmayan işletmeler, varlıklarının ve faaliyetlerinde sürekliliği sağlamak amacıyla gereksinim duydukları işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak, faaliyet hacimlerini genişletmek, karlılık seviyelerinde artış gerçekleştirmek amacıyla borçlanma yoluna gitmektedirler (Akkaya ve Tükenmez 2007). Borç yoluyla sağlanan kaynakların maliyeti özkaynağa oranla daha düşük bir seviyede gerçekleşmektedir. İşletmeler kaldıraç unsurundan yararlanmak amacıyla genellikle yüksek oranda borçlanmaktadırlar. Bunu

gerçekleştirmelerinin temel nedeni ise özkaynak karlılıklarını yüksek bir şekilde gerçekleştirmek istemeleridir. Bu avantaj ile birlikte olması gerektiğinden daha yüksek bir seviyede borçlanmak işletmenin finansal riskinde de artışa sebep olmaktadır. Risk unsurunu göz ardı ederek sadece sermaye maliyetindeki azaltıcı etkisinden dolayı normalden fazla bir şekilde borçlanan işletmeler borç yoluyla kaynak sağlamayı öncelikli olarak ele almaktadır. Önemli olan nokta ise işletmenin hangi yolla olduğundan daha çok ne kadar miktarda borçlanmaya ihtiyacı olduğudur. İşletmeler şayet ellerindeki yabancı kaynaklar vasıtasıyla yatırımda bulduklarından sahip oldukları giderlere nazaran daha fazla miktarda bir kazanç elde ediyorlarsa kaldıraç oranının özkaynak üzerindeki pozitif etkisinden söz edilebilir. Bununla birlikte finansal kaldıraç oranındaki yükseklik sonucunda borç kullanma seviyesindeki artış sebebiyle artan riskten dolayı yabancı kaynak ile özkaynak maliyetinde artış meydana gelecek ve özkaynak karlılığındaki artış devam etmemekle birlikte azalış trendine girecektir. Bunun temel sebebi ise yüksek bir finansal kaldıraç oranı özkaynak karlılığından daha fazla bir gelir sağlıyor olsa bile, işletmenin nakit akışlarında meydana gelecek bozulmadan dolayı ödemekle yükümlü olduğu borç ve borca dair faiz ödemelerini karşılayamayacaktır (Uzun, 2005; Akgüç, 1998).

5.6.2.4. İşletmenin Büyüklüğü ve İşletme Yaşı

Kurulduğu yıl itibariyle işletme yaşı açısından diğer işletmelere nazaran daha büyük olan işletmeler sahip oldukları tecrübe ve yoğun rekabete dair alışkanlıklarından dolayı daha avantajlıdır. Yeni kurulan işletmeler ise içerisinde yer aldıkları piyasadaki tecrübesizlikleri ve yoğun rekabetten dolayı daha çok zorlanmaktadır. Bu tür işletmeler ölçek bakımından küçük olup sermaye bakımından da dezavantajlıdır. İşletmelerin yaşlarına dair yapılan bir araştırmada yeni kurulan işletmelerin neredeyse yarısının kurulduktan sonraki beş sene içerisinde varlıklarına ve faaliyetlerine son vermek mecburiyetinde kaldığı tespit edilmiştir (Emery et al., 2004). Konuyla ilgili yapılan diğer çalışmalarda ise işletmelerin finansal açıdan başarısızlığa uğradıkları yılların özellikle ilk beş senenin son üç senesini kapsadığı fakat ilk iki yılda ise başarısızlığa uğrayan işletme oranının yalnız %10,5 gibi düşük bir seviyede gerçekleştiği tespit edilmiştir. Ortaya çıkan bu durum ise işletmelerin bünyelerinde gördükleri başarısızlıklarını gözlemlemek amacıyla zamana gereksinim duymaları ile açıklanmıştır (Altman, 1983).

İşletmelerin finansal açıdan başarısız olmalarına etkide bulunan bir diğer faktör ise işletme büyüklüğü diğer bir ifadeyle işletme ölçeğidir. İşletmelere kaynak sağlayan kuruluşlar risk unsuru açısından küçük ölçekli işletmeleri daha riskli değerlendirdiklerinden dolayı işletmeyi bağlayıcı koşulları daha sıkı bir şekilde belirlemekte bununla birlikte verdikleri kaynak için çok daha yüksek faiz oranları talep etmektedirler. Bu faktörler işletmelerin başarısız olma ihtimalini daha da artırmaktadır (Aktaş, 1993). Küçük boyuttaki işletmeler dışında büyük ölçekli işletmelerde finansal açıdan başarısız olabilmektedir. Bununla birlikte büyük ölçekli bazı işletmelerin içerisinde yer aldığı ülke için bazı açılardan kritik düzeyde önemi bulunmaktadır. Bunun bilincinde olan ülkeler bu ölçek ve öneme sahip işletmelerin finansal açıdan başarısız olmamaları için herhangi bir finansal sıkıntı olması durumunda kaynak sağlayarak iflasa uğramalarına karşı korumaya ve destek olmaya çalışırlar. Özellikle finans sektöründeki işletmelere destek verilmektedir. Tasarruflarını banka vb. kurumlara yatıranların bu tarz işletmelerin finansal sıkıntıya girmesi durumunda birikimlerini geriye alınacağı bilindiğinden dolayı bunu önlemek amacıyla bu tür kuruluşlar için koruma politikaları uygulanmaktadır (Brigham and Gapensky, 1997).

5.6.2.5. İşletmenin Yaşam Döngüsünün Durumu

İşletmelerin kurulduktan sonra varlıklarının ve faaliyetlerinin hangi seviyesinde oldukları işletmenin ne kadar bir süre daha faaliyetlerine devam edebileceğini ve varlığının sürdürülebilirliği hakkında bir fikir ortaya koyması açısından önem taşımaktadır. Kısaca işletme yaşam döngüsü olarak tanımlanan bu periyodun ortaya koyduğu fikir sadece bir varsayım olarak kabul edilmekte ve işletmeler için fonksiyonellik açısından önem taşımaktadır. Bu periyodun diğer bir ifadeyle hayat döngüsünün hangi aşamasında bulunduğu işletmenin finansal açıdan başarısız olmasına etkide bulunan faktörlerden biridir (Weston and Brigham, 1966; Cooley and Roden, 1988). Klasik olarak bir işletmenin hayatını sürdüreceği yaşam döngüleri 4 ayrı bölüme ayrılmıştır. Bunlar: başlangıç aşaması, büyüme, olgunluk ve gerileme dönemlerini kapsamaktadır (Cooley and Roden, 1988).

İşletmelerin başlangıç dönemi olarak da nitelendirilen kuruluş evresi işletmeler açısından en kritik ve maliyetli dönemi kapsamaktadır. Bu dönemde işletmenin sunduğu hizmet ve ürünlere yer bulmak amacıyla göstermek zorunda olduğu performans işletmeye getirdiği yük bakımından oldukça maliyetli olmaktadır. Bu

dönemin devamında ise işletmeler faaliyetlerine ve hedeflerine ulaşmaya başlamış olsalar bile finansal açıdan içerisinde yer aldıkları büyüme dönemlerinde kısa vadeli borçlarında artışa sahip olmaktadır. İşletmenin gerçekleştirdiği yatırımlardan elde ettiği kazançlar arttığı için yatırım kararı öncesi ve başlangıç dönemindeki finansal açıdan gerçekleşen kayıplar kapanmaya başlamaktadır. Ölçek bakımından büyük işletmeler büyüme dönemlerinde pay senedi ve tahvil ihracında bulunmaktadır. Üçüncü aşama olarak olgunluk döneminde olan işletmeler istikrarlı bir şekilde varlıklarını ve faaliyetlerini sürdürmektedirler. Faaliyetlerden elde edilen kazançlar yaşam evresinin ilk dönemlerine oranla çok daha yüksek olmakla birlikte bu dönemde elde edilen kazançtan dolayı işletmenin ortaklarına temettü dağıtımında bulunulabilmektedir. İşletmeler likidite açısından rahat bir konumda olduklarından dolayı çok fazla borçlu olmamakla birlikte birleşme ve satın almalara işletmeler için çekici olmaktadır (Cooley and Roden, 1988). Yaşam evresinin son aşaması olan gerileme dönemine giren işletmelerde satışların seviyesi eskiye oranla düşük bir şekilde seyretmektedir. Bu dönemde satışlarda çok fazla bir hareketlilik olmadığından dolayı işletme bünyesindeki stoklarda şişme meydana gelir. Bu etkenlere bağlı olarak gelir kaybı yaşandığından ve büyüme seviyesi olumsuz olarak seyrettiğinden dolayı bu süreç içerisinde olan işletmeler ivedi bir şekilde başarısızlıkla yüzleşmeye başlarlar (Yükçü, Durukan ve Özkol, 1999).

5.7. İşletmelerin Finansal Yapılarını Güçlendirici Stratejiler

İşletmelerin faaliyetleri neticesinde uğradıkları başarısızlık olgusu hem ekonomik hem de finansal bakımdan önem taşımaktadır. İşletmelerin ekonomik bakımdan başarı olmaları oluşturdukları sermaye yapısının kapsadığı sermaye maliyetinden daha fazla bir gelir kazanmaları neticesinde gerçekleşmektedir. Fakat ekonomik açıdan başarısız olan işletmelerin elde ettikleri karlılık seviyeleri sermaye maliyetinden daha düşük bir seviyede gerçekleşirse bu işletmeler ekonomik bakımdan başarısız olarak kabul edilmektedirler. İşletmelerde iflas sürecine girilmesiyle finansal açıdan başarısızlık da başlamış olarak kabul edilmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta ise bu finansal başarısızlığın süreklilik durumudur. Bu başarısızlık durumu bir süreklilik arz ediyorsa işletme tasfiye yoluna gidilmelidir. Fakat başarısızlık süreklilik göstermeyip geçici bir süreliğine seyrediyorsa bu durumun ortadan kaldırılması için çözüm yolları aranmalıdır (Hatipoğlu, 1996).

Finansal başarısızlığa uğrayan işletmeler karşılaştıkları sorunların çözümüne yönelik olarak birtakım tedbirler almak zorundadırlar. Alınacak olan önlemlerin özellikle işletmenin yaşamsallığının devamına yönelik olması önem taşımaktadır (Ceylan, 2001). Finansal yapısında bozulma meydana gelen, yerine getirmekle yükümlü olduğu sorumluluklarını karşılayamayan işletmeler finansal durumlarını kuvvetlendirmek amacıyla aldığı borçların vadesini erteleme, sermaye yapılarını revize etmek, kanuni statülerinde değişikliğe gidilmesi, birleşme ya da ortaklık şeklinde katılımında bulunulması ile borçların menkul değer haline dönüştürülmesi gibi tedbirlerin rehberliğinde yapılarını güçlendirilebilmektedirler. Daha önceden yukarıda da ifade edildiği üzere ilk olarak amaç işletmeyi tasfiye etmek değil finansal yapıyı kuvvetlendirerek işletmenin yaşamsallığının devamını sağlamaktır (Akgüç, 1994).

Finansal açıdan başarısız olan işletmeler bu unsurların rehberliğinde finansal yapılarını düzeltirken bu düzenlemeyi genel olarak aşağıdaki başlıklar altında gerçekleştirmektedirler. Bu başlıklar: sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi ve finansal yapıda yapılması gereken zorunlu düzenlemeler şeklinde ifade edilmektedir (Gönenli, 1988).

5.7.1. Zorunlu Finansal Düzenlemeler ve Sermaye Yapısının Yeniden Yapılandırılması

Yeniden yapılanma kavramı, işletmenin sermaye yapısında, faaliyetlerinde ve mülkiyet yapısındaki gerçekleşen bütün değişimleri ifade etmekle birlikte finansal sorunların yaşandığı dönemde yeniden yapılandırma kavramı da borç veren kuruluşlar vb. unsurların zorunlu tutması sonucunda gerçekleştirilen değişimler için kullanılmaktadır (Van Horne, 1995). Bir işletmenin yeniden yapılanması detaylı olarak açıklandığında işletmenin aktif yapısı ve sermaye yapısında gerçekleştirilen detaylı bir değişimin olduğu görülmektedir. Bu yapılanmanın ana nedeni, işletmenin operasyonel açıdan işlevselliğinin artırılması, borç kapasitesi ve bunun avantajlarından faydalanılması ile sahip olunan aktiflerin yeniden yapılandırılması neticesinde işletmenin ortaklarının varlık değerinin artırılmasıdır. Bu tür yapılandırmalar genellikle operasyonel nedenlerle yapılmakta olup işletmenin kontrolünün ele alınmasına yöneliktir (Altman and Hotchkiss, 2006).

Moyer ve arkadaşlarına göre yeniden yapılandırma, işletmenin sahiplik yapısı ile aktif veya sermaye yapısında gerçekleştirilen bütün değişiklikleri kapsayan geniş

ölçekli bir çözüm olarak tanımlanmıştır. Yeniden yapılandırmadaki amaç işletme sahiplerinin refah seviyelerinde artış gerçekleştirmektir (Moyer, McGuigan and Kretlow, 1992).

Yeniden yapılandırmadaki amaç işletmenin sahip olduğu değeri artıracak şekilde bir değişimi sağlayarak işletmeyi oluşturan yapıların köklü bir biçimde değiştirilmesidir. Yeniden yapılandırma kimi zamanda belirli koşullara bağlı olarak da yapılmaktadır. Bu koşullar işletmenin rekabette üstün olması, pay senetlerinin değerinin artırılması ve ortakların şahsi refahını artırmak şeklinde olurken küçülmenin tercih edildiği durumlarda da işletmenin yatırımlarında kısıntıya giderek çalışan sayısında azalma şeklinde görülebileceği gibi riskin yüksek olarak seyrettiği durumlarda da bu risk unsurunu minimize edecek bir araç olarak ele alınmaktadır (Akkaya ve Tükenmez, 2007).

5.7.1.1. Borçların Yapılandırılması

İşletmeler finansal açıdan sıkıntıya girmeleri geçici bir süreliğine olup bu durum süreklilik göstermediği zaman borçlu ve alacaklı işletmeler kendi aralarında yapacakları bir antlaşma ile borçların yeniden yapılandırılması yoluna gidebilmektedirler. Kısa süreliğine yani geçici olarak görülen finansal problemlerin en büyük nedeni, işletmenin nakit akım faaliyetlerinden elde etmiş olduğu gelirin ödeme zamanı gelen borçları ödemekte eksik kalmasıdır. Borçların karşılıklı olarak yapılandırılması hususunda üç adet şart bulunmaktadır. Bunlar: borçlu işletme alacaklı işletmenin çözüm niyetini suistimal etmemeli, uygulamada işlevselliği olan bir yapılandırma planı sunmalı ve işletmenin genel durumu finansal problemleri aşabilecek düzeyde olmalıdır (Brigham and Gapensky, 1997).

İki taraf arasında yapılacak olan borç yapılandırmasının sağladığı en büyük avantaj resmi bir süreci içermediğinden dolayı maliyet yükü taşımaması ve hızlı bir şekilde uygulanabiliyor olmasıdır. Borçların yeni baştan yapılandırılmasının taşıdığı maliyet diğer kanuni yolların taşıdığı maliyete kıyasla daha düşük seviyede olduğundan alacaklı işletmeler alacaklarının büyük bir çoğunluğunu tahsil etme imkânına sahip olurlar. Bu yöntem özellikle kısa vadeli borçların ödenememesinden dolayı girilen finansal sıkıntıların yaşandığı dönemde kanuni sürece girmeyi engelleyerek işletmenin faaliyetlerini devam ettirmesine olanak sağlamaktadır (Brigham and Daves, 2004). Borç yapılandırılmasında görülen en büyük sıkıntı alacaklıların hepsinin bir yapılandırma antlaşmasını kabul etmesinin mümkün

olmamasından kaynaklanmaktadır. Bundaki temel sebep ise alacak tahsil süresi ve miktarındaki oranın işletmeden işletmeye değişmesinde yatmaktadır. Bu durum borçlu işletmeye karşı bir aleyhte bir durum olarak kullanılabilse bile bazı borçlu işletmelerde iflası bir çözüm yolu olarak görürler (Kolb, 1983).

5.7.1.2. Borçların Vadesinin Uzatılması

İşletmenin ödemekle yükümlü olduğu borçlara dair vade uzatımı finansal açıdan yeniden yapılandırmada en çok başvurulan uygulamalardan birini oluşturmaktadır. Borçların vadesinin uzatımında, borcun bir kısmı ya da borcun tamamının ödenme süresi uzatılarak borcun alacaklı işletmeye geri ödenme ihtimali artırılmaktadır. Borçların vadesinin uzatılmasındaki temel mantık, işletmenin iflas periyoduna girmesinin önlenmesi ile kısa vadeli büyük miktardaki borçların ödenmemesi durumunda ortaya çıkabilecek maliyetlerden işletmeyi korumaktır. Alacaklı işletmelerin borçlu işletmeye ait borçların vadesini uzatmasındaki bir diğer neden ise borçlu işletmenin daha verimli ve etkili olarak faaliyetlerine devam etmesini sağlayabilecek operasyonel işlemlere hız kazandırmak istemesinde yatmaktadır. İşletmeye borç sağlayanlar böylelikle borçlu işletmenin gelecekteki durumuna dair fikirlerini borçlu işletmeye beyan edebileceklerdir. Yapılması muhtemel operasyonel işlemler neticesinde işletmenin kontrolü el değiştirse ya da işletme ortaklarından borç verenlere doğru ek haklar tanınsa bile yapılan bu işlemler değer katıcı ve ileride ortaya çıkması muhtemel finansal problemleri önleyici ve azaltıcı özellik taşımaktadır (Padilla and Requejo, 2000).

İşletmenin alacaklarını kanuni yollara başvurmadan vadesini ertelemek istemelerindeki bir diğer unsur ise borçlu işletmenin tasfiye sürecine girmesi durumunda sahip olduğu varlıkları taşıması yani olması gereken çok daha altında nakite dönüştürebileceği ve böyle bir durumun oluşması halinde de alacaklı işletmenin alacaklarının tamamını tahsil edemeyeceğini düşünmesidir. Böyle bir durumun gerçek olmasına dair bir kuşku söz konusu olduğunda borç sağlayan hiçbir işletme alacağı olduğu işletmenin faaliyetlerini bitirip tasfiye sürecine girmesini istemez (Van Horne, 1974).

İşletmenin ödemekle yükümlü olduğu borçların vadesinin ertelenmesi için birtakım koşullar bulunmaktadır. Bu şartlardan ilki borçlu işletmenin kısa süreli likidite yani nakit sıkıntısı nedeniyle borçlarını ödeyememesi durumudur. Fakat bu durum işletme finansal yetersizlik durumunda kaldığı takdirde uygulanmamalıdır.

Bunun sebebi ise işletmenin ileriki dönemlerdeki borçlarını da ödeyebilme sıkıntısı yaşayabilecek olmasıdır. Bu şartlar ile birlikte işletmenin yönetimi güven verici olmalı ve işletmenin içerisinde yer aldığı ekonomik ve sektörel şartlar işletmenin bu borçları ödeyebilmesine elverişli olmalıdır (Kolb, 1983). İşletmenin yaşadığı finansal yetersizlik işletmenin sahip olduğu varlıkların piyasa değeri mevcut borçlarının defter yani muhasebe değerinin altındadır ve yukarıda da söylendiği üzere böyle bir işletmenin gelecek dönemlerde de borçlarını ödeyebilmesi zor olacaktır (Weston and Copeland, 1992).

Ekonomik ve sektörel koşulların belirsiz yani net olmadığı durumlarda alacaklı işletmeler bazı kontrol mekanizmalarını da kullanabilmektedir. Bu kontrol mekanizmalarına örnek olarak alacaklı işletme borçlu işletmenin finansal durumu iyileşene kadar pay senedi sahiplerine temettü dağıtımını engelleyici bir şart ortaya koyabilir. Böyle bir durumun oluşması halinde, pay senedi sahipleri sahip oldukları pay senetlerini alacaklı işletmelere emanet etmek mecburiyetinde kalabilirler. İki taraf arasında yapılan antlaşma kapsamında ilgili süreçte borçlu işletmenin varlıkları alacaklı işletmeler tarafından oluşturulan bir kurula da devredilebilir. Buna ek olarak yapılan antlaşma gereğince borçlar tahsil edilene kadar alacaklı işletmenin seçtiği ve atadığı kişiler işletmenin denetiminde bulunabilmektedirler (Petty, Keown, Scott and Martin, 1993).

Ödenmesi gereken borçların vadesinin daha sonraki bir tarihe ertelenmesi konusunda üzerinde oldukça önemle durulması gereken bir diğer konuda alacaklıların hiçbirisine vade uzatımı konusunda bir dayatma getirilmemesidir. Borçların vadesinin uzatımına karşı olan bir alacaklı grup var ise ve alacak miktarı nispeten küçük bir meblağı içeriyorsa alacaklı işletmelerin tasfiye sürecine başvurmalarını engellemek amacıyla zamanında ödemeler yapılabilir. Şayet borçlu işletmenin hiçbir surette ödeyebilecek imkânı yok ise, vade uzatımına gittiği alacaklı işletmeler borç vadesinin uzatımını istemeyen işletmelerin ödemelerini üstlenebilirler. Bunun ana sebebi ise yüklü miktarda alacağı olan işletmeler alacaklarının genelini tahsil etmek arzusunda olduklarından dolayı borçlu işletmenin tasfiye edilmesine razı olmamaktadırlar. Bu nedenden dolayı vade uzatımına razı olmayan işletmelerin sahip olduğu borçları üstlenirler (Van Horne, 1974).

Borçların vadesinin uzatılması genellikle borçlu işletmenin nispeten daha küçük olduğu ve alacaklı sayısının daha az olduğu durumlarda daha rahat ve kolaylıkla uygulanır. Bu durumun göreceli olarak daha büyük yapıdaki işletmelerde

uygulanması çok kolay olmamaktadır. Borç vadesinin uzatımı yukarıda ifade edildiği üzere alacaklıların hepsinin onay vermesiyle gerçekleşebilmektedir. Tahvil ihracı yoluyla kaynak sağlayan işletmelerin tahvil sahiplerinin hepsine ulaşmaları ve anlaşmaya razı etmeleri genellikle imkânsıza yakın olmaktadır. Yine de bunu gerçekleştirmek isteyen işletmeler tahvillerin faiz oranlarını artırarak ya da alacaklarına teminat sunmak gibi imkânlar ile karşı tarafı razı edebilirler (Guthmann and Dougall, 1962).

5.7.1.3. Alacaklı İşletmelerin Alacaklarının Bir Bölümünden Vazgeçmesi

Toplamdaki alacak miktarından daha az orandaki bir miktar borcun alacaklı işletmelere nakit ya da senet vermek yoluyla ödenmesi durumunda alacaklı işletmeler tahsil edecekleri borcun bir bölümünden vazgeçebilmektedirler. Bu durum ile birlikte borçların yapılandırılması hem borçların vadesini ileri bir tarihe uzatmayı gerektirmekte hem de alacaklı işletmelerin tahsil edecekleri miktarın bir bölümünden vazgeçmelerini gerektirmektedir (Brigham and Gapensky, 1997). Alacaklı işletmeler borçlu işletmenin tasfiye olması durumunda tahsil edebilecekleri nakit miktarın az olabileceğini düşünerek alacaklarının bir bölümünden vazgeçmeye onay verebilirler. Bununla birlikte işletmenin tasfiye olması halinde tahsil edebileceği rakamın daha büyük bir miktar olabileceğini düşünseler bile borçlu işletmenin faaliyetlerine son verip kapanmasını istemediklerinden dolayı bu şekilde davranabilirler. Borçların vade uzatımında uygulandığı gibi alacaklıların hepsi tahsil edecekleri borcun belirli bir seviyede ödenmesine razı olmalıdırlar. Bu duruma ikna olmayan işletmeleri ikna etmek bu aşamada çözüme kavuşturulması gereken en önemli unsurdur. Bu durumu kabul etmeyen alacaklılar, alacaklarının hepsini tahsil edebilirler veya işletmeyi iflas etmeye zorlayabilirler (Van Horne, 1974).

5.7.1.4. Kurul Atanması

Alacaklı işletmelerin vade uzatımı konusunda kendi aralarında bir antlaşmaya giderek mali bakımdan zor durumda bulunan bir işletmeye, iki tarafında karşılıklı menfaatlerine uygun bir ödeme planı sunmaları ya da kendi aralarında işletme ile karşılıklı olarak görüşmeleri sürdürecektir ve yeni bir ödeme planı oluşturabilecek bir komite kurmaları söz konusu tedbirinin uygulanabilmesi için gerekli olan bir koşul olmaktadır (Akgüç, 1998).

Alacaklı işletmeler bazen borçlu işletmenin borçlarını ödeyebileceğini ve mali problemlerini çözebilecek yeteneğe sahip olmadığını düşünebilmektedirler. Kimi zamanda borçlu işletmenin dürüst ve iyi niyetli olmadığına inanırlar. Bu durumun gerçekleşmesi halinde kanuni yollara başvurmadan borçlu işletmeye bir kurulun tayin edilmesi en iyi çözüm yollarından birini oluşturmaktadır (Doğrul, 2009). İşletmeye atanan kurul faaliyetlerin kontrol altına alınması ve en uygun çözümün gerçekleştirilmesi amacıyla atanmaktadır. İşletmeye atanan kurul işletmenin faaliyetlerine devam ederken ki yani hali hazırdaki değerinin tasfiye edilmesi halinde oluşacak değerinden daha yüksek olacağına kanaat ediyorsa işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi için gayret etmektedir. Faaliyetlerin devamı esnasında borçlu işletme yükümlü olduğu borçları ödemeye niyet eder ve bütün şartlar yerine getirilirse atanmış olan kurul işletmeyi tekrar asıl sahiplerine devreder (Kolb, 1983).

Söz konusu durumun birde tersi bulunmaktadır. İşletmeye atanan kurul borçlu işletmenin hali hazırdaki değerinin tasfiye olması halinde oluşacak değerinden daha aşağıda görüyor ve işletmenin faaliyetlerine dair bir umut taşımıyorsa bu işletmenin tasfiyesini isteyebilir. Fakat bu tasfiye istemi resmi olmayan bir tasfiye isteğidir. Kapsadığı maliyetin azlığı bakımından atanan kurulun isteği üzerine gerçekleştirilecek tasfiyeden elde edilecek gelir, kanuni yol ile gerçekleştirilecek gelirden daha fazla olmaktadır. Bu tasfiye türü ancak küçük ölçekli ve yapısı karmaşık olmayan işletmelerde gerçekleştirilebilir (Brigham and Gapenski, 1997). Borçlu işletmeye bir kurul atanmasının taşıdığı en olumsuz yön ise pay senedi sahiplerinin işletmenin kötü yönetilmesini düşündüklerinden dolayı açtıkları davalardır. Alacaklı işletmeler başarısız olunma ihtimaline karşın borçlu işletmenin yönetiminde aktif bir rol oynamak istemediklerinden dolayı bu uygulama türüne çok fazla başvuramazlar (Van Horne, 1974).

Borçların konsolide edilmesi diğer bir ifadeyle işletmenin kısa vadede ödemekle yükümlü olduğu borçlarının uzun vadeli olacak şekilde yapılandırılması ya da daha uygun şartlarla borç temin ederek var olan borcun ödenmesi veya sahip olunan borçların yeni bir ödeme planına bağlanması yukarıda ifade edilen borçların vadesini uzatmaya dair önlem türlerini oluşturmaktadır (Akgüç, 1998).

5.7.1.5. Varlıkların Satışı (Duran Varlıkların Nakite Çevrilmesi)

Likidite bakımından diğer bir ifadeyle nakit gücü bakımından ihtiyaç halinde olan finansal sıkıntıya uğramış işletmelerin yaygın olarak kullandığı yöntemlerden biride sahip oldukları duran varlıkları satmasıdır (Moyer et al., 1992). İşletmede hiç kullanılmayan, çok fazla gereksinim olmayan bununla birlikte verimlilik sağlamayan ve etkin bir şekilde kullanılmayan âtil varlıklar satışı söz konusu olabilmektedir. Bu tarz varlıkların satışı yoluyla elde edilen gelir ile işletme bünyesine nakit girdisi sağlanabilir ve işletme sermayesi gereksinimi karşılanabilmektedir. Bu varlıkları satış yoluyla elden çıkaran işletmeler bunların satışı sebebiyle boşalan yerleri uzun vadeli kiralama yöntemiyle doldurabilmektedirler. Varlık satışı aynı zamanda genel itibariyle mevcut işletmenin bir kısmının, bağlı olduğu bir ortaklığının ya da diğer sahip olduğu varlıklarının başka bir işletmeye direkt olarak nakit karşılığında veya satın alma işlemini gerçekleştiren işletmenin menkul değerleri karşılığında satışı şeklinde de olabilmektedir (Weston, Mark and Harild, 2003).

İşletmenin faaliyetlerinde kullandığı duran varlıklarının satışını gerçekleştirerek bunlardan boşalan yerleri uzun vadeli kiralama yöntemiyle doldurmasının işletmeye sağladığı avantajları kadar getirdiği bir dezavantajlarda bulunmaktadır. Bu dezavantajlardan birisi de işletmenin duran varlıklarının elden çıkarılmasıyla işletmenin içerisinde yer aldığı piyasadaki mevcut itibarının negatif etkilenmesidir. Ayrıca duran varlıklara uygulanması muhtemel değer artışlardan istifade edilememektedir. İşletmenin sattığı varlıkların yerine kiraladığı duran varlıklar üzerindeki sahip olduğu haklar ile kontrol imkanları kısıtlı olmaktadır (Yükçü vd., 1999).

İşletmeler ana faaliyet alanlarıyla alakası daha az olan ya da yukarıda belirtildiği gibi etkinlik bakımından çok fazla değerlendiremedikleri bu varlıkları satarak elde ettikleri gelirleri daha fazla kar sağlayabilecek alanlarda değerlendirmek isteyebilirler. Bu sebepten dolayı kısmi varlık satışı işletmeler tarafından daha çok tercih edilmektedir (DePamphilis, 2001). Uygulanmakta olan bu yöntem finansal sıkıntıya uğrayan işletmelerin en çok başvurduğu yeniden yapılandırma yöntemidir (Gaughan, 2002).

İşletmeler açısından satma ve ayırma işlemlerinin taşıdığı bir diğer önemli neden ise bu işlemlerin sahip olduğu olumsuz sinerjiden kaynaklanmaktadır. Satışı gerçekleştirilen ya da ayrılan işletmeler bir başlık altında bir araya getirildiğinde

sahip olacakları değerin ayrı ayrı olmaları durumunda taşıyacakları değerden daha az olacağı belirtilmektedir. Bir diğer neden ise ortaya çıkan dūşük performanstır. İşletmeler genel itibariyle işletmenin hepsinde ya da parça parça bōlūmlerinin değerlendirilmesinde kullandıkları minimum getiri oranını, bu genel olarak sermaye maliyeti olarak gōrūlmektedir, sağlamayan ve buradan hareketle gerektiği kadar karlı olmayan parçaları ayırarak satmak isteyeceklerdir (Aıkęōz, 2012).

İřletmede yer alan bir bōlūm birçok sebepten ōtūrū dūşük performans ortaya koyabilmektedir. İřletmenin içerisinde yer aldığı sanayide gōrūlen dūşūřler, sendika faaliyetlerinin gōrūldūęu yerlerdeki yūksək iřgūcū maliyetleri iřletmenin ilgili kısmının uluslararası alanda gōsterdięi rekabet gūcūnū negatif olarak etkileyebilmektedir. Bu duruma raęmen ilgili bōlūmūn satılmak istenmesinde ūst dūzey yōneticiler çok fazla gōnūllū olmamakla birlikte bu gōnūlsūzlūklerinin temelinde kendi bařarisızlıklarının dięer bir ifadeyle bireysel performans dūşūřlerinin ortaya çıkabileceęine dair bir yargıya varmaları yatmaktadır. Bu tūr iřletmelerin ilgili bōlūmlerinde yařanan performans dūşūklūęūnūn satıř iřlemi için yōneticileri sıkıřtırdıęı tarihten çok daha öncesinden beri bu bōlūmler iřletme būnyesinde yer almaktadır (Gaughan, 2002). Satma ve ayırma öncesi mali sıkıntı içerisinde olan iřletmelerde gerçekleřtirilen varlık satıřı dięer iřletmeler ile mukayese edildięinde mali açıdan sıkıntılı iřletmeye çok fazla kazanç getirmektedir. Mali açıdan sıkıntı içerisinde olan bir iřletmenin bōyle bir zamanda ayırma ve satma iřlemini gerçekleřtirmesinden dolayı daha fazla bir kazanç elde etmesinin sebebi bu tūr iřletmelerin sermaye piyasalarına eriřebilme imkânının daha kısıtlı olmasından ōtūrū, gerçekleřtirilen satıřın dięer yatırımlarda kullanılmak ūzere ucuz fon kaynaęına sahip olma imkânı getireceęi ve bundan dolayı yūksək bir kazanç elde edileceęidir. Yapılan arařtırmalarda sektōrde yer alan dięer iřletmelere gōre yūksək bir kaldıraç derecesine sahip olup aynı zamanda dūşük performans ortaya koyan iřletmelerin varlık satıřını da kapsayan bazı faaliyetlere teřebbūs etme ihtimalinin arttıęı yōnūndeki tespitler ilgili yōntemin yeniden yapılandırma stratejisi olarak gōrūldūęine dair bir delil olarak sunulmaktadır (Cooney, Finn and Karl, 2004).

İřletmelerin sahip oldukları varlıkların satması iřletmeye nakit para giriřini saęladığından kısa sūreli nakit giriřlerini artırmak sebebiyle sık bir ūekilde deęer taşıyan varlıkların satıřı tercih edilmektedir. Bu duruma örnek olarak 1980'lerde iflas ile yūzleřme zorunda kalan Chrysler iřletmesi iflas probleminde kurtulmak amacıyla būnyesinde yer alan bazı bōlūmleri satıř yoluyla elden çıkarmak zorunda

kalmıştır. Buna bir diğer örnek ise International Harvester adlı işletme, kar elde ettiği birtakım girişimlerini milyonlarca dolar karşılığında satarak sağladığı nakit para ile kısa vadeli borçlarını kapatmıştır (Jain, 1985). Yerine getirmekle mükellef olduğu şartları zamanında yerine getiremediğinden dolayı mali sıkıntıya düşen işletmelerde görülen yönetsel problemler, işletmeye fon sağlayan tarafların vade uzatımı ya da yeni krediler sağlama vb. gibi sebeplerden ötürü finansal açıdan yeniden yapılandırmanın güçleşmesi halinde yapılacak varlık satışı nakit girişi getirecek iyi bir alternatif olarak düşünülmektedir (Shleifer and Vishny, 1992).

Yukarıda belirtilen alternatiflerden kimileri işletmenin varlık yapısıyla ilgili düzenlemeleri kapsarken, bazıları da kaynak yapısını düzenlemeye ve yeni baştan yapılandırmaya yönelik alternatifler olarak gösterilebilmektedir (Ross, Westerfield and Jaffe, 2002).

5.7.1.6. Küçülme Yoluna Gidilmesi

İşletmeler finansal başarısızlık ile karşılaştıkları zaman bu süreç içerisinde varlıklarını devam ettirebilmek amacıyla küçülmeye yönelik politikaları uygulayarak finansal yapılarını yeni baştan yapılandırma yoluna gidebilmektedirler. Bu küçülme stratejileri uygulamada, işletmenin kısmi varlıklarının satışı, işletmenin sahip olduğu varlıkların ya da işletmeye ait bir birime ait pay senetlerinin hali hazırdaki paydaşlara dağıtılması ve ayrıştırma yoluyla parçalara ayrılan işletmenin bu parçalardan bir kısmını ya da sahip olduğu iştirakin belirlenmiş bir bölümünü halka arz etmesi şeklinde görülebilmektedir.

Kısmi varlık satışı, işletmeye ek bir kaynak sağlanması amacıyla işletmenin belirli bir kısmının dışarıdan bir alıcıya satışı şeklinde gerçekleştirilmektedir. Kısmi varlık satışına yol açan ana etkenlerden biri ise işletmenin imalat ve finansman faaliyetlerini yerine getirmesine imkân verecek nakit akışı sağlamada sıkıntı çekmesidir. Bu yüzden işletmeler ana faaliyet konularıyla alakaları olmayan ya da çok fazla kar elde edemedikleri kısımları satarak buradan gelecek kaynak ile daha fazla kar elde edebilecekleri alanlarda değerlendirmede bulunurlar. Bu sebepten ötürü kısmi varlık satışı tercih edilmektedir (DePamphilis, 2001). Uygulanmakta olan bu stratejilerin esas amacı, verimliliği ve etkinliği artırarak işletmenin finansal yapısını daha sağlıklı bir hale getirmek ve karlılığını artırmaktır.

İşletmenin sahipliğindeki varlıkların ya da bir işletmeye ait birimin pay senetlerinin hali hazırdaki paydaşlara dağıtılmasında ise ilk olarak yapılması gereken

işletmenin belirli bir kısmının ana yapıdan ayrılmasını sağlayarak yeni ve bağımsız bir kişiliğe sahip olan bir işletme haline getirilmesidir. Bu işlem gerçekleştirildikten sonra yeni pay senetleri çıkartılarak ana işletmeye ait olan paydaşların sahip oldukları pay oranında dağıtımı gerçekleştirilir. Bu işlemlerin gerçekleştirilmesinin arkasında ise işletmelerin kendi ana iş koluna odaklanmalarının sağlanması ve bu işletmelerin esas faaliyet konularıyla alakası olmayan kısımlarına kaynak aktarma çabasını engelleyerek işletmenin verimliliğinde artış sağlanmak istenmesidir. Lakin gerçekleştirilen bu işlemlerde pay senetleri yalnız hali hazırdaki paydaşlara dağıtıldığı için ana işletmeye herhangi bir şekilde kar ve nakit girdisi gerçekleşmemektedir (Yılıgör, 2002).

Küçülme stratejilerine dair uygulanan yöntemlerden sonucusu ise ana işletmenin belirli bir kısmının ya da iştiraklerinin sahip oldukları pay senetlerinin hepsinin ya da belirli bir kısmının halka arzının gerçekleştirilmesidir. Yapılan bu işlem, varlık satışı şeklinde kabul edilebileceği gibi aynı zamanda pay senetlerinin satışı olarak da değerlendirilebilmektedir. Halka arz şeklinde gerçekleştirilen bu yöntemin yukarıda açıklanan mevcut paydaşlara pay senetlerinin dağıtılması olayından tek farkı işletme bünyesine nakit girişinin gerçekleşmesini mümkün kılmasıdır. Bu yöntem işletmenin mali yapısını sağlıklı bir hale getirerek esas faaliyet alanına odaklanmasını ve yerine getirmekte zorlandığı mükellefiyetlerini tamamlamasına imkân tanır (Yılıgör, 2004). Küçülme stratejilerine dair yapılan çalışmalar bu stratejilerin işletmelere her daim bir çare getirmediğini ve var olan sıkıntıları gidermediğini göstermiştir. 1989 ve 1994 yılları arasında bu stratejileri uygulayan 547 adet işletmeyi gözlemleyen Amerikan Yönetim Birliği, bu işletmelerin yalnız %51'lik bir bölümünün karlılıklarında artış yakalayabildiğini ve verimlilikte artış elde edenlerin ise %34'lük kısmı oluşturduğunu saptamıştır. Gerçekleştirilen bir diğer çalışmada ise işletme performansı ile küçülme yönelik alınan kararlar arasında herhangi bir ilişki bulunduğu dair sonuç elde edilememiştir (Web 4, 2001).

5.7.1.7. Konkordato

Konkordato kavramı, borcu bulunan bir işletmenin borçlarını yeniden yapılandırmak amacıyla yapmış olduğu teklifin yasada öngörülen nitelikli çoğunluktaki alacaklı işletmeler tarafından kabul görmesi ile bu kabule yetkili makamlar tarafından onay verilmesi sonucunda belirli bir zaman periyodu içerisinde

sahip olduğu tüm borçlarını yapmış olduğu teklif doğrultusunda ödemesini olanaklı hale getiren kanuni bir fırsattır (Pekcanitez, Atalay, Sungurtekin ve Özekeş 2007). Burada ifade edilen konkordato resmi bir süreç olup daha önceden anlatılan borçlu ve alacaklı işletmenin kendi aralarında bir antlaşma yapmaları neticesinde ifade edilen özel konkordatodan ayrılmaktadır.

Mahkemeye beyan edilen konkordato önerisinin onaylanması ve resmîyet taşıması aşağıda yer alan koşulların yerine getirilmesi sonucunda geçerlilik kazanır (İ.İ.K., 2004):

- a) Ödenmesi teklif edilen miktarın borçlu işletmenin sahip olduğu kaynakları ile orantılı olması (Mahkeme borçlu işletmeye intikal edecek malları göz önünde bulundurabilir.),
- b) Sahip olunan malvarlığının terki neticesinde konkordato, paraya dönüştürme neticesinde elde edilen gelir ya da üçüncü şahıs tarafından teklif edilen miktarın, iflas yoluyla tasfiye edilmesi neticesinde sağlanacak miktardan daha fazla olacağının tahmin edilmesi,
- c) Konkordaton işlemlerinin tamamlanmasını, alacakları kabul edilen imtiyaza sahip alacakların tamamıyla ödenmesini ve süre esnasında komiserin izniyle sözleşmeye konu olan borçların ödenmesini sağlamak için, alacaklı işletmelerden her biri hususi olarak ve net bir şekilde kendi alacağı açısından vazgeçişte bulunmadıkça, yeterli teminatın sunulması,
- d) Konkordato işleminin onayına dair ortaya çıkan yargılama giderleri ile ilama dair harçların onay kararından önce, borçlu işletmenin kendisi tarafından mahkemedeki vezneye yatırılmış olması gerekmektedir.

Yukarıda sıralanan şartlar dâhilinde mahkeme konkordatoyu kabul ederse konuyla ilgili olarak bir komiser atar ve iki aylık bir süre verir. Tüm alacaklılar komiser tarafından davet edilir. Yapılan davete iştirak eden alacaklı işletmeler, komiser ve borçlu işletme, borçlu işletmenin sunduğu ve mahkeme tarafından onay verilmiş olan konkordato projesini kendi aralarında değerlendirirler. Davete katılan alacaklı işletmelerin 2/3'ünün kabulü durumunda konkordato projesi kabul edilmiş sayılır. Bu kabul edilen konkordato projesi mahkeme tarafından tekrar onaylanarak yürürlük kazanması sağlanır. Ortaya çıkan bu karar, redde bulunanlar ve davete iştirak etmeyen tüm alacaklı işletmeleri de bağlayıcı bir hüküm taşır (Ülgen ve Mirze, 2007).

Finansal durumu bozulma gösteren işletmenin sahip olduğu varlıklarının tasfiye yoluna gidilmesi durumunda, özellikle rehinli olmayan alacaklı işletmelerin finansal bakımdan haklarında büyük ölçüde kayıplar meydana gelebilmektedir. Bu sebepten ötürü borçlu işletme, alacaklı işletmelerden alacaklarının bir bölümünden feragat etmesini ya da borçların daha uygun bir sürede yani vadede ödenmesini ve bununla birlikte bunların bir karmasını talep edebilir (Aydemir ve Çağlar, 2010).

Konkordatonun kabulü ile sahip olduğu varlıkları ve alacakları açısından ödemekle mükellef olduğu borçlarını ödemekte zorlanan borçlu işletmeye iflasa uğramaktan kurtulma imkânı ile faaliyetlerine yeniden devam edebilme fırsatı verilebiliyor olması nedeniyle bu yönetime tedavi edici yöntem olarak bakılması da mümkündür (Aydemir ve Çağlar, 2010).

5.7.1.8. İflasın Ertelenmesi

İflasın ertelenmesi kurumu temelini Türk Ticaret Kanunu'ndan almakla beraber İcra İflas Kanunu'nda düzenlenmektedir. Bu kurum İcra ve İflas Kanunu tarafından geliştirilmiş olan iflas mekanizmasını direkt olarak etkilemektedir. İflas ertelenmesi ile elde edilmek istenen amaç mali açıdan sıkıntı içerisinde olan bir işletmeye durumunu düzelterip sağlıklı bir yapıya kavuşabilmesi için son kez bir süre verilmesini sağlamaktır (Öztek, 2005). İflasın ertelenmesi kurumu kanuni olarak geçici koruma sağlayan bir kurumdur. İflasın ertelenmesi ile hem işletmenin finansal durumu hakkında yeterli derecede bilgi sahibi olmayan alacaklı işletmelerin umulmadık bir zamanda meydana gelen iflas nedeniyle karşı karşıya kalabilecekleri zarara karşı korunması amaçlanmakta hem de finansal durumunun tekrar sağlıklı bir hale gelmesine dair umudu olan sermaye işletmesinin iflastan kurtularak faaliyetlerini ve varlığını sürdürebilmesi amaçlanmaktadır (Pekcanıtez vd., 2007).

İflasın ertelenmesine dair yapılan düzenlemede, borçlu ya da alacaklı işletmelerden birisinin iflasın ertelenmesine dair talepte bulunması gerekmele birlikte mali durumunun düzeltilebilmesi amacıyla belirli bir zamanın sunulacak bir proje dâhilinde mahkeme tarafından verilmesi öngörülmektedir. İflasın ertelenmesine dair verilecek karar doğrultusunda borçlu işletmeye yönelik olarak başlatılan takipler durmaktadır (Yamaner, Çakıcı, Aksoyoğlu ve Uludağ, 2003). İflasın ertelenmesi mekanizması ile işletmenin sahip olduğu malvarlığının muhafaza edilmesi amaçlanırken iyileştirme, konkordato, borçların taraflar arasında uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma yoluna gidilmesi ya da iflas gibi mevcut çözüm yollarından

birisine ulaşılması hedeflenmektedir. İflas durumunun bir çözüm olarak görülmesi ise iflasın ertelenmesi mekanizmasının başarısız olması durumunda ya da konkordato ve taraflar arasındaki uzlaşma neticesinde bir sonuç elde edilememesi durumunda gerçekleşmektedir (Öztek, 2005). İflasın ertelenmesi mekanizmasının hayat bulabilmesi için iki adet şart bulunmaktadır. Bu şartlar: borçlu işletmenin borca batık bir halde olması ile işletmenin tekrar eski haline yani sağlıklı bir duruma kavuşabilme imkânının bulunmasıdır.

İflasın ertelenmesi mekanizması ile daha önceden anlatılan konkordato kavramları arasında temel olarak iki adet önemli farklılık mevcuttur. Bu farklılardan birincisi: iflasın ertelenmesi mekanizmasında ilgili taraflara yani borçlu işletme ve alacaklı işletmeler ile konuya bakan hâkime daha rahat bir hareket şansı sağlanmaktadır. İlgili kanunda finansal durumunu iyileştirmek isteyen borçlu işletmenin başvurabileceği çarelere dair herhangi bir kısıtlama getirilmemiştir. İkinci farklılık ise iflasın ertelenmesi kurumu, borçlu işletmeye finansal durumunu iyileştirmesine dair önlemlerin uygulamaya konulması bakımından herhangi bir destek sağlamamaktadır (Işıktaç, 2004).

İşletmelerin borca batıklık hali Türk Ticaret Kanununun 376. maddesinde düzenlemiştir. İlgili kanun, işletmenin borca batık olduğuna dair bulguların varlığı halinde, hem işletmenin varlığının ve faaliyetlerinin devamı esası hem de olası satış rakamlarına bağlı olarak finansal durumunu gösteren bir bilanço çıkartılması ile çıkartılan bilançodaki aktiflerin işletmenin borçlarını ödemeye dair bir gücünün olmadığının fark edilmesi üzerine borçlu işletmenin iflasını isteme konusunda işletmenin yönetim kuruluna sorumluluk getirmiştir. İşletmenin yönetim kuruluna getirilen sorumluluktaki amaç, işletmenin borca batık olduğu halde bunun saklanması önleyerek, işletmenin faaliyetlerine devam etmesinin önlenmesi ile faaliyetlerine devam etmesi halinde çok daha kötü koşullarda bir tasfiye durumunun meydana gelmesi sonucunda her iki tarafa ve içerisinde yer aldıkları ekonomik düzene zarar verilmesinin önlenmek istendiği varsayılmaktadır (Balcı, 2006).

Konkordato ve iflasın ertelenmesi mekanizmaları, finansal sıkıntı içerisinde bulunan borçlu bir sermaye işletmesinin içerisinde bulunduğu durumdan kurtulmasını sağlamak niyetiyle başvurulabilecek kurumlar olmakla birlikte, iflasın ertelenmesi mekanizmasının gerçekleşebilmesi için borçlu işletmenin borca batık olduğuna dair bir bildirimde bulunması gerekmektedir (Öztek, 2005). Ülkemizdeki mevcut hukuk sistemi konuyla ilgili olarak borçlu işletmenin borcunu

ödeyememesine dair problemini bu işletmenin sahip olduğu varlıklarını temel alarak ele almakta fakat iflasın ertelenmesini ise daha önceden değinildiği üzere borçlu işletmenin bütün borçlarını ödeyemediği bir varlık kompozisyonunda olanaklı kılmaktadır.

Borca batıklık durumunun tespiti iflas ertelemenin uygulanmasının temelini oluşturmaktadır. Mahkemenin verdiği kararın temelini oluşturan ilgili evrak ve bilgilerin incelenmesi ile konuya dair bir görüş oluşturulmasında bilirkişilik makamının oluşturduğu raporlardan faydalanılmasının icap ettiği, işletmenin sahip olduğu aktiflerin güncel değerleriyle bilançoya yansıtılması ve işletmenin borca batık olduğuna dair durumun kesinlik kazanması gibi hallerde üst mahkemelerin vermiş olduğu birçok karar mevcuttur (Kayar, 2009). İflas ertelenmesine yalnız kooperatif olarak kurulmuş işletmeler ile sermaye işletmesi olarak kurulmuş işletmelerden borca batık konumda olanlar faydalanabilmektedir. İflas ertelemesi kurumu ile borca batık olan bir işletmeye alacaklı işletmelerin iştirak etmesine gerek olmadan içerisinde bulunduğu durumdan kurtulabilme imkânı sağlar. İflas erteleme mekanizması oldukça esnek bir yapıya sahip olup belirli şartlar ve kuralları içermesi halinde alacaklı işletmelerin her biri için farklı türde çözümler sunulabilmesini olanaklı kılar. Buradan hareketle borçlu işletme mali sıkıntılarını kendi çabalarıyla ya da alacaklı olan işletmelerin destekleriyle düzeltebilecek durumdaysa ve alacaklı işletmelerin içerisinde büyük miktarda alacağa sahip olan işletmeler konkordato ve uzlaşma yoluyla yeniden bir yapılandırmayı kabul etmiyorlarsa iflasın ertelenmesi son derece önemli bir kurum haline gelmektedir. Yukarıda kısımda açıklandığı üzere iflasın ertelenmesi ile konkordato ya da tarafların bir araya gelerek uzlaşma yoluyla yeniden bir yapılandırma sürecine girilmesi fonksiyonellik açısından aynı işleve sahip olmamaktadır. Bu işlemlerden her biri içerdiği süreç ve taşıdığı kurallar açısından farklı amaçlar için düzenlenmektedir. İflasın ertelenmesi kurumu, antlaşmak istemeyen bazı alacaklı işletmelerin bulunması durumunda borca batık işletmenin mali durumunun tekrar sağlıklı bir hale getirilmesini sağlamak amacını taşımaktadır. Bununla birlikte bu kurum sayesinde alacaklı işletmeler sahip oldukları haklarda herhangi bir kayba uğramamaktadır. İflas erteleme kurumu sadece borca batık işletmenin durumunu dondurmaktadır. Bu kurumun uygulanabilmesi için alacaklı işletmelerin herhangi bir zararla karşı karşıya olmamaları gerekmektedir (Öztek, 2005).

Borca batık işletmenin sunmak amacıyla hazırladığı projenin temelinde hem alacaklı işletmeleri memnun etmek hem de faaliyetlerini devam ettirebileceği şekilde nakit akımını tekrar düzenlemek yatmaktadır. Bu projenin adına iyileştirme projesi denilmektedir. İlgili projenin borca batık işletmenin finansal durumunu iyileştirebilecek bir umut taşıması kanunda yer almaktadır. Bu kurumun ana amacı işletmenin iflasına dair karar verilmesi halinde sahip olduğu varlıklarının satılarak paraya çevrilmesi yerine borca batık işletmenin durumunu iyileştirerek alacaklı işletmelerin alacaklarını tahsil edebilmesini mümkün kılmaktır. Buradan hareketle iflasın ertelenmesi durumu borca batık işletme ile alacaklı işletmelerin menfaatine olacak böylelikle faaliyetlerine devam edebilecek durumda olan işletme kamusal açıdan da faydalı olabilecektir (Pekcanıtez vd., 2007).

İflas kanunlarında köklü değişiklikler gerçekleştiren birçok ülke bulunmaktadır. Yapılan revizyonların neticesinde ortaya çıkan en büyük yenilik yeniden yapılandırma sürecine dair olan kısımlarda görülmektedir. Yeniden yapılandırma ile ilgili kısımların temel mantığı, varlığını ve faaliyetlerini devam ettirebilme becerisi olan borca batık işletmelerin iflas durumunun olabildiğince ertelenerek durumlarının iflas ile sonuçlanmasının önlenmesidir. Sonuç olarak acele edilerek işletmenin hemen tasfiye sürecine girmesine imkân tanınması ile alacaklı işletmeler alacaklarını daha düşük bir değer üzerinden tahsil edebilecekken iflas erteleme sayesinde daha yüksek bir seviyede tahsil edebilme şansının yakalanması düşüncesi olayın temel mantığını oluşturmaktadır (Atalay, 2003). İflas erteleme durumunun hangi tarafın çıkarına olduğu hukuk literatüründe üzerinde görüş birliğinin tam olarak sağlanamadığı bir durumdur. Bu kurumun işletmenin çıkarına yönelik olduğunu düşünenler yukarıda açıklandığı gibi erken bir tasfiye sürecine girilmesinin alacaklı işletmelerin borçlu işletmelerin iflasına uğraması durumunda karşılaşılabilecekleri zarara oranla alacaklı işletme açısından nispeten daha yararlı olduğunu varsaymaktadırlar. Borca batıklık haline dair bildirim bir mecburiyet taşıması ve bunun neticesinin iflas sürecine bağlanması faydalı olduğunu düşünenlerin ortaya koyduğu varsayımın bir delilidir. Bu durumun zıttı olarak farklı düşünenler ise iflas ertelenmesinin uygulanması ile işletmeye varlığını devam ettirebilme imkânının sağlandığını ve bu durumun borçlu işletmenin iradesine bırakılmasının ise aslında borçlu işletmenin çıkarına dair bir durum olduğunu ve alacaklı işletmelerin menfaatinin ikinci planda kaldığını varsaymaktadırlar (Ermenek, 2008).

Sonuç olarak özetlemek gerekirse, iflas erteleme kurumu, borçlu işletmelerin iflasa oranla durumlarının çok fazla vahim olmadığı, finansal ve fonksiyonel açıdan akılcı ve inandırıcı bir yeniden yapılandırma planı ile işletmenin varlığını devam ettirme imkânı olduğuna dair ilgili konuya bakan mahkemenin ikna edildiği geçici süreliğine bir koruma getiren bir önleyici araç olarak ifade edilebilir. Buradan hareketle hem borca batık işletmenin durumunu iyileştirmesi için gerekli mali ve örgütsel tedbirleri alması mümkün olabilmekte hem de borca batık işletmenin sahipliğinde olan aktiflerin alacaklı işletmelerin menfaatine uygun olarak korunması sağlanmış olabilmektedir. İlgili mekanizma sayesinde her iki tarafında menfaati birlikte korunarak olası bir erken iflas durumunun yaratacağı etkilerin olaya dâhil tüm taraflar açısından ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır.

5.7.1.9. Tasfiye

Tasfiye, işletmelerin faaliyetlerinin tamamıyla sona erdirilmesine yönelik olan işlemler süreci şeklinde ifade edilmektedir. İşletmenin tüzel kişiliğinin tamamıyla sona erdirilmesi şeklinde ifade edilen tasfiye süreci ve tasfiye sürecine dair işlemler, işletmenin sahipliğinde bulunan varlıkların satış yoluyla elden çıkarılmasını, alacakların tahsilini, borçların ödenmesi ile işletmenin bu işlemlerden sonra geriye kalan mal varlıklarının hisse sahiplerine sahip oldukları payları oranında dağıtılmasını içermektedir (Ercan, 2008). Süreklilik ilkesi gereğince kurulan işletmeler tasfiye sürecine girilmesi ve ilgili işlemlerin yapılması neticesinde bu ilkenin ortadan kalkmasıyla son bulmaktadırlar. Tasfiye sürecine girilmesinin işletmelerin gündemine gelmesinin temel nedeni daha önceden tarafların bir araya gelerek yeniden yapılandırma çabalarından herhangi bir sonuç alamaması veya işletmenin hali hazırdaki değerinin tasfiye sürecine girilmeyip faaliyetlere devam edilmesi durumunda giderek azalacağına dair beklentilerin oluşmasıdır. İşletmenin finansal yapısını iyileştirmeye yönelik alınabilecek tedbirlerin sıkıntı içerisinde bulunan işletmeyi kurtarma ihtimali oldukça düşükse işletmenin faaliyetlerine son verilebilir. Çünkü işletmenin içerisinde bulunduğu hal itibarıyla varlığının sürmesi ve faaliyetlerine devam etmesi çok büyük ihtimalle ileride daha da büyük sıkıntıları ve bundan dolayı oluşabilecek zararları da doğuracaktır. Böyle bir durumda işletmenin sahip olduğu tasfiye değeri piyasa değerinin üstünde olduğundan işletmenin kendisi ve alacaklı işletmeler bakımından en iyi seçenek işletmenin tasfiye edilmesidir (Petty et al.,1993).

Tasfiye sürecinde zorunlu veya gönüllü olmak üzere iki farklı süreci içeren yola başvurulmaktadır. Gönüllü tasfiye sürecinde borçlu ve alacaklı işletmeler bir araya gelerek herhangi bir kanuni yola başvurmadan tasfiye sürecine dair antlaşma yoluna giderek bir kurul atanması neticesinde ilgili süreci tamamlamaktadırlar. Zorunlu tasfiye süreci ise iflas hukuku çerçevesinde yapılarak mahkemenin denetiminde sonlanmaktadır (Berk, 2000; Megginson and Smart, 2006).

Tarafların bir araya gelerek gönüllü bir şekilde başlattıkları tasfiye sürecinin alacaklı işletmeler açısından getirdiği en büyük yarar, işletme boyutunun küçük ve orta boyutlu olması ile faaliyetlerinin nispeten daha az karışık olduğu hallerde, diğer seçeneğe göre daha fazladır. Gönüllü olarak tasfiye sürecine girilmesinin getirdiği faydalar aşağıda yer almaktadır (Brigham and Gapenski, 1997):

- a) İlgili süreç zaman açısından çok uzun olmamaktadır,
- b) Bürokratik ve kanuni prosedürlere ihtiyaç bulunmamaktadır,
- c) Ortaya çıkan giderler daha azdır.

İşletmenin stoklarında yer alan ürünler ve maddi duran varlıklar herhangi bir değer kaybına uğramadan kısa zaman içerisinde satılabilmektedirler. Bu açıdan varlıkların satışı esnek olmaktadır. İşletmenin varlıklarını satacak olan kişiler, satışa konu olan ürün ve satışın yapılacağı pazar hakkında bilgisi ve tecrübesi olan kişiler, işletmenin ortakları veya alacaklı işletmeler olduğundan varlıklar kısa sürede ve değerinde eksilme olmadan satılabilmektedir.

Gönüllü tasfiye süreci yukarıda belirtilen çeşitli avantajlara sahip olmakla birlikte birtakım dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Bu dezavantajlar:

- a) İlgili satış süreci taraflar arasında herhangi bir kanuni aracı olmadan gerçekleştiği diğer bir ifadeyle sürece bağımsız bir kayyum tayin edilmediği için süreç objektif olmamaktadır,
- b) Alacaklı işletmeler, borçlu işletme tarafından kendilerine verilen güvenceye yani söze güvendikleri için tasfiye sürecinin bitimini beklemektedirler. Bu nedenden dolayı özellikle küçük alacaklı işletmeler herhangi bir kanuni güvence altında olmadıklarından dolayı korumasız bir konumdadırlar. Bu korumasız durumla birlikte ilgili süreç esnasında alacaklı işletmelerden herhangi birisi kanuni sürece başvuruda bulunarak diğer alacaklı işletmelere nazaran kendisini bir koruma ve güvence altına alabilmektedir,

- c) Gönüllü tasfiye süreci, borçlu işletmenin sahip olduğu varlıkların alacaklı işletmeler arasında eşitlik prensibine dayanarak dağıtılacağına dair bir güvenceyi içermemektedir. Bu sebepten dolayı süreç yaşanabilecek hile ve benzeri durumlara karşı açıktır (Brigham and Gapenski, 1997).

İşletmelerin iflasına dair karar verildikten sonra ilgili karar iflas dairesine gönderilerek iflasın tasfiyesi başlamaktadır. Süreç üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada işletmenin aktif ve pasifinde nelerin yer aldığı saptanır. İkinci aşamada ise işletmenin sahip olduğu kaynaklar nakde dönüştürülerek ve üçüncü aşamada da nakde dönüştürülen kaynaklar alacaklı işletmelerin sahip oldukları payları dikkate alınarak belirli bir sıra gözetilerek paylaşılır (Ulukapı, 2008). Alacaklı işletmelere alacakları dağıtılıp alacaklarının hepsini alamayan alacaklı işletmelere aciz vesikası verildikten sonra tasfiye süreci nihayete ermektedir (Pekcanitez vd., 2007).

İşletmeler kendi aralarında iradelerine dayanarak tasfiye sürecine girebildikleri gibi Ticaret Kanunu'nda belirtilmiş olan spesifik sebeplere dayanarak da tasfiye sürecini başlatabilmektedirler (Web 3, 1999). Ticaret Kanununun 434. Maddesinde anonim işletmeler açısından belirtilen spesifik sebepler aşağıda yer almaktadır:

- a) İşletmenin ana sözleşmesinde yazılan sürenin bitmesi,
- b) İşletmenin amacının gerçekleşmiş olması,
- c) İşletmenin amacının gerçekleştirilmesine dair bir ihtimalin kalmaması,
- d) İşletme sermayesinin karşılıksız kalması,
- e) İşletme sahiplerinin sayısının beş kişinin altına inmesi,
- f) İşletmenin borçlu olduğu alacaklılarından birisinin fesih talebinde bulunması,
- g) Ana sözleşmede herhangi bir fesih nedeni belirtilmiş ise bu sebebin tahakkuku,
- h) İşletmenin birleşme yoluyla başka bir işletmeyle birleşmesi,
- i) İşletmenin iflasına dair bir karar verilmesi.

İşletmeler daha önceden açıklanan gönüllü başvuruları ya da yukarıda belirtilen spesifik sebeplerden herhangi birisinin gerçekleşmesi durumunda tasfiye sürecine girmektedirler. Bu sona erme durumu işletmenin mevcut hukuk düzeninde varlığını etkilememektedir. Tasfiye dönemine giren bir işletmenin amaçlarında değişiklikler oluşur, ticari faaliyetleri sona erer ve işletme tüzel kişiliğini tasfiye maksadı sınırlı kalmak şartıyla korur. İşletme tasfiye durumuna girdiği andan itibaren varlığını tasfiye işletmesi olarak devam ettirmektedir.

İşletmelerin faaliyetlerini sonlandırıp tasfiye sürecine girmesine dair verdiği kararını ne sebeple verdiği finansal sıkıntı halinde bulunan bir işletme açısından dikkat edilmesi gereken bir durumdur. Tasfiyeye yönelik karar aşamasında kritik rol oynayan faktörler risk ve zaman faktörleridir. İşletmedeki yöneticiler işletmenin piyasadaki değerinin en sonunda tasfiye halinde oluşacak olan değeri geçebileceğini düşünebilmektedirler. Bu düşüncenin gerçekleşmesi, olup olmayacağına dair bir risk içermekte ve zaman açısından belirsizlik taşımaktadır. İşletmeler bu iki faktörü göz önünde bulundurarak faaliyetlerini sürdürme ya da tasfiye kararı vermelidirler (Emery and Finnerty, 1997).

5.8. Sermaye Yapısının Yeniden Yapılandırılması

İşletmeler faaliyetlerinin finansmanı amacıyla sahip oldukları özkaynak veya tedarik ettikleri borç seçeneklerinden herhangi birisini kullanmakla beraber uygulama açısından bu iki seçeneğin bir karmasını tercih etmektedirler. Özkaynak ile sermayenin, işletmenin sahip olduğu kaynaklar içerisindeki dağılımı sermaye yapısı olarak tanımlanmaktadır. Sermaye maliyeti ise bu sermaye bileşimini oluşturan kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetinin sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu nedenden dolayı işletmelerin yüzleşmek zorunda oldukları sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında oldukça güçlü bir bağ bulunmaktadır. Finansal açıdan problem içerisinde bulunan bir işletmenin tasfiye sürecine girmesini tercih etmekten daha çok, işletmenin hali hazırdaki durumunu yeniden yapılandırarak varlığının ve faaliyetlerinin devam etmesinin olanaklı hale getirilmesi finansal sıkıntı içerisinde olan işletme ile alacaklı işletmelerin menfaatine daha uygun düşebilmektedir. Bu aşamada yeniden yapılandırma kavramı ile ifade edilmek istenen, işletmenin sermaye yapısında değişikliğe gitmek suretiyle oluşan sermaye maliyetini minimum düzeyde tutmak ve buradan hareketle işletmenin değerini artırarak varlığını ve faaliyetlerini sürdürmesini mümkün hale getirmektir. Sermaye yapısında meydana getirilmek istenen düzenlemelerin temel sebebi, uygulanacak düzenlemeler neticesinde işletmenin sahip olduğu borç yükününün azaltılması ve işletmenin sorumluluklarını yerine getirebileceği hale kavuşturulmak istenmesidir. Bu düzenlemeler, özkaynakta meydana getirilecek artış ya da azalışlar ile işletmenin sabit giderlerini ve/veya yükümlülüklerini azaltacak bir biçimde olarak yeni baştan yapılandırılabilir. Sermaye yapısının yeniden yapılandırılması ile ilgili aşağıdaki tedbirler örnek olarak gösterilebilmektedir (Akgüç, 1998):

- a) Sahip olunan borçlara karşılık olarak sermaye iştirak payı verilmesi,
- b) Tahvillere karşılık olarak hisse senedi verilmesi,
- c) İşletmeye yeni ortakların alınması,
- d) İşletmeye faiz yükü getiren tahvillerin yerine hem faiz hem de işletmenin karından pay alma imkânı veren tahvillerle seçilmesi,
- e) Tahvil faizlerinin indirilmesi,
- f) İmtiyazlı pay senetleri yerine adi pay senetleri verilmesi.

5.8.1. Pay Senedi Transferi ya da İşletme Bölünmesi

Bu yöntem ile ana işletmenin bölünmesi neticesinde tamamıyla farklı bir tüzel kimliğe sahip olan yeni bir işletme ortaya çıkmaktadır (Web 10, 2000). Pay senedi transferi uygulamada esas olarak, hali hazırdaki hissedarlara alacakları kar paylarına karşılık olarak, sahip oldukları kâr payı oranında yeni kurulan işletmeden pay senedi verilmesini içermektedir. Bu pay senetlerinin dağılımında yeni kurulan işletmenin pay dağılımı eski işletme ile aynı olup, bölünme sonucunda yeni kurulan bir işletme ayrı bir işletme şeklinde faaliyetlerine devam etmekte ve kendine ait bir yönetime sahip olmaktadır (Erdönmez, 2003). Gerçekleştirilen pay senedi transferlerinin finansal açıdan problem yaşayan işletmelerin verimliliği, etkinliği ve işletmenin değerini artırıcı yönü üzerinde etkileri bulunmakla birlikte (Pin, 2006) sermayenin yeni baştan revize edilmesi, faaliyet performansını düzeltici, ana işletmenin ortaklarına temettü dağıtabilmesi, ana işletmenin sahip olduğu borçlarının bir bölümünü iştirakine aktarabilmesi ve olası risklerin dağıtılması gibi pozitif etkileri bulunmaktadır (Çitçi, 2004).

5.8.2. Ayırma ve Satma

Ayırma ve satma işlemi aynı zamanda kısmi pay senedi transferi olarak da bilinmekte olup işletmenin iştirakine ait pay senetlerinin halka arzının gerçekleştiği durum olarak da bilinmektedir (Web 10, 2000). İşletme kendisine ait olan iştirakindeki pay senetlerinin bir bölümünü, ana işletmedeki pay sahiplerine herhangi bir bedeli içermeyecek bir şekilde dağıtırken, diğer pay senetlerinin bir bölümünün satışını ise bir bedel içerecek şekilde satarak işletmeye nakit girişi sağlamaktadır (Gaughan, 2002). Bu işlemler uygulamada esas olarak, işletmelerin ana bünyeden ayırarak sattıkları işletmelerdeki sahip oldukları kontrolü kaybetmelerini engelleyecek ve koruyacak şekilde düzenlenmektedir (Web 8, 1999). İşletmeler kendilerine ait iştiraklerindeki sahip oldukları pay senetlerinin %50'sinden daha

fazlasını ellerinde tutarak satıŖa konu olan iŖtirak üzerindeki egemenliklerini ve kontrollerini devam ettirirken bir yandan da iŖletme bünyesine nakit girdisi sağlayarak içinde bulunduğu finansal sıkıntılara çözümler bulabilmektedir. Ayırma ve satma iŖlemleri finansal sıkıntı içinde olan iŖletmeler açısından sürecin tasfiye ile sonuçlanmasına kıyasla daha iyi bir fırsat olarak görölmektedir. Bu iŖlemlerin doğru bir strateji belirlendikten sonra uygulama safhasına sokulması ise iŖletmeye yansiyacak faydası açısından oldukça büyük önem taşımaktadır (Web 8, 1999).

5.8.3. Kısmi ve Tam Bölünme

Bölünme iŖlemleri, iŖletmelerin tasarruf amacıyla daraltılması yoluyla verimliliği ve kârlılığı daha iyi olacak Ŗekilde tekrar ekonomiye kazandırılmasını hedefleyen kurumsal stratejik metotlar arasında yer almaktadır (Sezgi, 2001). İŖletmeler finansal, ekonomik, teknik ve diğer sebepler yüzünden bölünme vasıtasıyla yeniden yapılanmaya ihtiyaç duymaktadırlar (Doğrusöz, 2001). Bu doğrultuda iŖletmelerde bölünmeye, finansal bünyenin daha sağlam hale getirilerek mücadele yetisinin ve verimliliğin çoğaltılması, ihtisaslaŖma ve yönetimin kolay hale getirilmesi, iŖletme ortaklarının kendi aralarında ortaya çıkan çatıŖmaların negatif yansımalarının ortadan kaldırılması, faaliyetlerin devamı için gerekliliği olan kaynakların kullanımının doğru bir Ŗekilde yapılması, uluslararası alanda rekabet imkanı elde etmek ile modern ekonomik Ŗartlara uyum sağlayabilmek Ŗeklinde ifade edilen sebeplerle müracaat edilebilir (Dede, 2006). Bölünme kavramı Ticaret Hukuku açısından tanımlanacak olursa, iŖletmenin sahip olduğu varlıkların hepsinin ya da bir kısmının bütün haliyle var olan bir iŖletmeye ya da yeni kurulması planlanan iŖletmelere devredilip, bu devrin karŖılıęında devir alan iŖletmelere iŖletmeyi devir alanın veya iŖletmenin ortaklarının iktisap etmesi Ŗeklinde tanımlanmaktadır (Tekinalp, 2004).

Kısmi ve tam bölünme iŖlemleri, odaklanma, yönetime dair maliyetlerinin indirgenmesi, verimlilik artış sağlanması, uzmanlaŖma ile rekabet gücünü yükseltici etkilerinden dolayı sermayenin yeniden yapılandırılmasında gerek finansal açıdan güçlü iŖletmeler gerekse de finansal açıdan sıkıntı içerisinde olan iŖletmeler tarafından kullanılan bir yöntemdir.

5.9. Finansal Performans Ölçme Yöntemi ve Modelleri

5.9.1. Muhasebe Tabanlı Finansal Performans Göstergeleri

5.9.1.1. Aktif Karlılığı (ROA)

Aktif karlılığı; İşletmelerin sahip oldukları tüm varlıkları ne ölçüde etkin kullandıklarını gösteren ve işletmelerin performansının ölçümünde en sık kullanılan ölçütlerden birisidir (Kaufman and Watstein, 2008). Aktif karlılığı oranı, işletmelerin sahip oldukları toplam varlıklarını hangi ölçüde etkin kullandıklarını göstermektedir. Aktif karlılığı (ROA), işletmenin elinde bulundurduğu aktiflerini ne ölçüde karlı kullandığını gösteren bir orandır. Bu performans göstergesi, konu hakkında gerçekleştirilmiş çalışmalarda (Albayrak ve Akbulut, 2008; Hall and Weiss 1967; Kandır, Karadeniz, Özmen ve Önal, 2008, Külter ve Demirgüneş 2007, Whittington, 1980) bağımlı değişken olarak finansal performans ölçütü olarak kabul edilmiştir. ROA, aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir (Peterson, 1994):

$$ROA: \frac{\text{Net Kar}}{\text{Varlık Toplamı}}$$

Toplam varlıkların karlılığı, işletmenin belirli bir süre içerisinde bünyesinde sahip olduğu varlıklarına yönelik olarak gerçekleştirdiği yatırımlarından hangi ölçüde kar elde ettiğini ölçümlemeye yarayan bir göstergedir. İşletmeler, varlıklarına yönelik yaptıkları her bir yatırımdan maksimum ölçüde fayda elde etmek isterler. Burada üzerine önemle durulması gereken husus ise, gerçekleştirilen yatırımların ne kadarlık kısmının özkaynak ne kadarlık kısmının ise yabancı kaynaklar vasıtasıyla gerçekleştirildiğidir (Akdogan and Boyacioglu, 2014).

Aktif karlılığı hesaplanırken, vergi sonrası net karı kullanılmaktadır. Bu gösterge, iki ayrı değişkenin bileşiminden meydana gelmektedir. Bu değişkenler: kâr marjı ile toplam varlık devir hızıdır. Bu temelde toplam varlıkların karlılığı yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitlik elde edilmektedir (Young and O'Byrne 2001)

$$\text{Aktif Karlılığı: } \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Bu nedenle aktif karlılığı için kâr marjıyla toplam varlık devir hızının bir bileşimi de denilebilmektedir. Rakshit (2006)'ya göre aktif karlılığı göstergesi, var olan tüm finansal performans göstergeleri içerisinde en iyi sonucu veren bir gösterge olup işletmede gerçekleştirilen bütün faaliyetlerin eninde sonunda ulaşacakları noktanın da aktif karlılığına katkıda bulunmak olduğu şeklinde açıklamıştır.

Aktif karlılığı hesaplanırken, ilgili oranın pay ve payda kısmında yer alan birimler değişiklik gösterebilmektedir. Kimi işletmeler karı faaliyet kavramı olarak ele alırken kimi işletmelerde net kar kalemini kullanabilmektedir. Bu değişiklik durumu, oranın paydasında yer alan aktiflerin toplamı içinde geçerli olabilmektedir. İşletmenin sahip oldukları varlıkların tamamı toplam varlıkları ifade edebildiği gibi, bu toplam varlıklardan kısa vadeli borçları çıkardığımız zaman elde edilen sonuç olarak da gösterilebilmektedir (Horngren, Foster and Datar, 1999). Pay ve payda kısımlarında farklı kalemler kullanılabildiğinden ve buna ek olarak işletmenin zaman içerisinde finansman yapısında değişiklikler meydana gelebileceğinden dolayı farklı neticeler ortaya çıkabilir (Saldanlı, 2006). İlgili oran, net kar, faizler ve vergiler indirildikten sonra geriye kalan tutarı ifade ettiğinden dolayı işletmenin finansman yapısında meydana gelen değişikliklere göre düşük ya da yüksek bir şekilde çıkabilir. Bu nedenden dolayı, finansman yapıları birbirlerinden farklı işletmeler arasında yapılacak olan karlılık durumu analizlerinde, formülün pay kısmında yer alan net kar birimi yerine faiz ve vergi öncesi kar biriminin kullanılması elde edilecek sonuç açısından daha doğru ve anlamlı bir göstergenin ortaya çıkmasına sebep olabilecektir (Akgüç 1998)

Escalona'nın 2002 senesinde gerçekleştirdiği araştırmaya göre, aktif karlılığı ve sermayenin maliyeti arasında sadece tek bir yıl baz alınarak gerçekleştirilecek bir karşılaştırma işletmenin performansı açısından doğru sonuçlar ortaya koymaz. Finansal performansın göstergelerinden biri olan aktif karlılığı, tek bir dönemi içeren bir gösterge olmakla birlikte paydaşların değerini ölçmekte baz alınan işletmenin gelecek dönemlerde elde edeceği kazançları göz önünde bulundurmamaktadır. Ek olarak, aktif karlılığı işletmenin gerçekleştirdiği yeni yatırımların büyüme oranından da oldukça etkilenen bir orandır.

İşletme yoğun bir şekilde sabit sermaye yatırımında bulunuyorsa bu yatırımların sonucunda sahip olduğu varlıkların defter değerinde artış meydana gelecek fakat büyüme oranı da bununla birlikte düşecektir. Bu nedenlerden dolayı, işletmenin performansı aktif karlılığı ile ölçülürse, işletmedeki yöneticiler bu oranının düşük bir şekilde gerçekleşmesini önlemek için işletmeye değer yaratabilecek yatırımları ertelemek zorunda kalabilirler.

Makelainen (1999) ise aktif karlılığı oranını işletmedeki yöneticilerin faaliyetlerine bir rehber niteliği taşıması açısından başarısız bir performans ölçütü olarak nitelendirmiştir. Getiri oranı kaynak maliyetini dikkate katmadan hesaplandığı

için getiri oranının kaynak maliyetinden daha yüksek olma zorunluluğu dikkate alınmamaktadır. Bu şekilde sadece aktif karlılığı performans ölçütüne dayandırılarak yapılacak sermaye tahsisinde de hataların oluşması olağan olacaktır. Makelainen, muhasebe temelli geleneksel performans ölçütlerinden hiçbirisinin işletmenin gerçek ekonomik getiri oranını doğru bir şekilde tahmin edemeyeceğini savunmaktadır. Bu göstergeler, enflasyon ve benzeri faktörlerden etkilenen tarihsel verileri temel almaktadır (De Villiers, 1997).

Escalona'nın (2002) çalışmasında da ifade edildiği üzere aktif karlılığı göstergesi, paydaşların değerini ölçmekte baz alınan işletmenin gelecek dönemde elde edeceği kazançları dikkate almamaktadır. Paydaş değeri açısından sadece aktif karlılığı temel alınarak gerçekleştirilen işletmenin getiri maksimizasyonu ile paydaşların getiri maksimizasyonu aynı anlama gelmemektedir. Paydaşlar, işletmenin gelirlerinde meydana gelecek yüzde cinsinden bir artış ile değil, sahip oldukları mutlak gelirlerindeki artışın maksimizasyonu ile ilgilenmektedirler (Sonal, 2002).

Burada üzerinde durulan nokta, varlıkların getiri yüzdesini maksimum seviyeye çıkartmak değil, paydaşların sahip olduğu refaha eklenecek mutlak değeri artırmaktır (Web 14, 1999). İşletmeler performanslarını ölçmek amacıyla aktif karlılığı oranını kullandıklarında, bu temele dayandırılarak ilgili dönemde gösterdikleri performansları gelecekteki performanslarına da temel oluşturacaktır. Buradan hareketle beklenen performansın gösterilemediği durumlarda aktif karlılığı artırmak amacıyla getirisi yüksek olan projelere odaklanacaklardır. Bu odaklanma halinde paydaş değerinde azalmalar da meydana gelebilir. Dolayısıyla aktif karlılığı göstergesi, kimi zaman değer azaltıcı kimi zamanda değerde artışa sebep olabilecek projelerin tercih edilmesi sonucunu ortaya koyacaktır (Kara, 2005).

5.9.1.2. Özkaynak Karlılığı (ROE)

Literatürde özkaynak karlılığı, hissedarların sahip olduğu fonların getirisi (Return on Shareholder's Equity) olarak da bilinmektedir (Escalona, 2002; Rappaport, 1998). Özkaynak karlılık oranı, işletmenin hissedarları tarafından işletmeye koyulan sermaye ile elde edilen getiri arasındaki ilişkiyi göstermesi açısından önem verilen bir oran olarak kabul edilmektedir. Bu oran aynı zamanda işletme yönetiminin hissedarlar tarafından işletmeye koyulan sermayenin ne ölçüde iyi yönetildiğini de göstermektedir. Hissedarlar tarafından işletme bünyesine koyulan

kaynağın karlılığını ifade etmekle birlikte vergiden sonraki karın özkaynağa oranlanmasıyla elde edilmektedir.

Özkaynağın karlılığı oranına, paydaşların koydukları sermayenin getirisi yani maksimizasyonu açısından bakıldığında işletmenin değerinin artırılması ana amaç olduğundan, işletme bünyesine koyulan bir birimlik özkaynağın dönem içerisinde kaç birimlik bir getiri yarattığı paydaşlar açısından önemli bir ölçüt olmaktadır (Ercan ve Ban 2005). İlgili oran aşağıda yer alan formül aracılığıyla hesaplanmaktadır.

$$\text{Özkaynak Karlılığı: } \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özkaynak}}$$

Özkaynağın karlılığı, paydaşların işletmeye koydukları sermayeden elde ettikleri kazancın diğer bir ifadeyle getirinin yıl içerisinde ne yönde değiştiğini ölçmektedir. Paydaşların kar elde etmesi amaçlandığından dolayı bu gösterge muhasebesel açıdan bir performans ölçütü olarak kabul edilmektedir (Cenger, 2006). Özkaynak karlılık ölçütü bünyesinde 3 adet ana bileşeni bulundurmaktadır. Bu ana bileşenler sırasıyla: kâr marjı, varlık devir hızı ile özkaynak çarpanıdır (Livingstone and Grossman, 2002). Bu 3 bileşen aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

$$\text{Özkaynak Karlılığı: } \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Varlıklar}} \times \frac{\text{Varlıklar}}{\text{Özkaynak}}$$

İşletmede yer alan yöneticiler yukarıda ifade edilen formülde yer alan bileşenlerde değişikliğe giderek işletmenin özkaynak karlılığında manipülasyona yol açabilirler. Buradan hareketle, özkaynak karlılığı ve aktif karlılığı arasında kaldıraç oranını da kullanarak aşağıdaki gibi bir ilişki de kurulabilmektedir (Müslümov, 2005; Grant, 2003). Kaldıraç oranı, toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi sonucunda elde edilmektedir.

$$\text{Özkaynak Karlılığı} = \frac{\text{Aktif Karlılığı}}{(1 - \text{Kaldıraç Oranı})}$$

Yukarıdaki formülde ifade edilen ilişkiden hareketle özkaynak da meydana gelen olası bir değişimin aktif karlılığından ya da kaldıraç oranından dolayı kaynaklandığı söylenebilir. Özkaynak karlılığında artış elde etmek için, aktif karlılığında ve kaldıraç oranında da artışın gerçekleşmesi gerekmektedir.

Palepu, Healy ve Bernard (2000) gerçekleştirdikleri çalışmada özkaynak karlılığını hesaplarken kullanılan formüle alternatif olarak vergi sonrası net faaliyet

karının da eklenebileceğini öne sürerken, Pavelkova ve Knapkova (2003) ise bu formüle ödenen faizler, kredi ve tahvillerin toplamı, dış kaynaklar ile diğer borçların ve özkaynak çarpanı gibi değişkenlerin de dahil edilmesinin gerekliliğini savunmuşlardır. Özkaynakların karlılığı göstergesi, işletmenin paydaşları açısından değer yaratan ya da değer kaybettiren bir işletme profili ortaya koymamaktadır. Bundaki temel sebep ise, ilgili oranın işletmenin paydaşları tarafından işletmeye koyulan sermayenin maliyetinden daha fazla ya da daha az bir getiri elde edip etmediğini ölçememektir. Bu nedenden dolayı kıyaslamaya konu olabilecek bir ölçüt değildir. İşletmenin mevcut durumu hakkında işletmedeki yöneticilere bir fikir vermesinin yanında özellikle operasyonel faaliyetlere dair yönlendirici bir rolü bulunmamaktadır (Web 14, 1999).

Özkaynakların karlılığı göstergesi işletmenin gerçek anlamda karlılığını değerlendirip ölçmede tarihi maliyetlere dayandığı için yeterli olmamaktadır. Buna ek olarak enflasyonun etkisine maruz kalan değerlerin, cari değerleri yansıtmayacağı da kabul edilmelidir (Sonal, 2002). Bu yüzden tarihi maliyetlere dayanan muhasebe yani defter değerini, işletmenin gerçek anlamda karlılığını gösteren piyasa değerine uyarlamak için ilave düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. İşletme içerisinde farklı stok değerlendirme metodlarının kullanılması ile AR-GE giderlerinin muhasebeleştirilmesinde farklı uygulamaların bulunmasından dolayı özkaynakların karlılığı göstergesinin ortaya koyduğu sonuçların güvenilirliğinde de birtakım sorunlar oluşmaktadır (Stewart, 1991). Stewart (1991), ilgili göstergenin işletmenin sermaye bileşiminden etkilendiğini ve muhasebe ile finansmandan kaynaklanan etkileşimlerin ilgili göstergenin güvenilirliğinde azalmaya neden olarak performans ölçütü olarak kullanılmasında da sorunlara sebep olabileceğini belirtmektedir. Stewart'a göre bu ölçütün doğru ve güvenilir bir sonuç ortaya koyabilmesi için finansal kaldıraç etkisinden arındırılması bir zorunluluktur.

İşletmelerin finansal performanslarını özkaynakların karlılığı ile ölçmeye niyetlendiklerinde yaşadıkları ana sorun, planladıkları yatırımların finansmanında özkaynak yerine borçlanmaya ağırlık verip işletme bünyesine ilave edilecek özkaynak girişlerinin ihmal edilmesi görülmesidir. Dış kaynak yani borçlanma yoluyla finansman arayışında bulunan bir işletmenin, borcun yapısı gereği aslında var olmayan yani gerçekleşmeyen kazançlardan dolayı, özkaynaklarından sağladığı getiri daha fazla gözükecektir. Böyle bir durumun oluşması işletmede karar verici konumunda bulunanları yanıltabilecek ve sermaye tahsisi sırasında kritik öneme sahip

noktalarda hatalı kararların alınmasına yol açabilecektir (Stewart, 2002).

5.9.2. Piyasa Tabanlı Finansal Performans Göstergeleri

5.9.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD)

İlgili oran, menkul değer yatırımcılarını yakından ilgilendiren bir oran olmakla birlikte işletmenin piyasada dolaşımda bulunan pay senetlerinin sahip olduğu piyasa değerlerinin defter değerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır. Defter değeri, piyasada dolaşımda bulunan pay senetlerinin nominal değerini ifade etmektedir. Pratikte ise işletmenin özkaynak tutarının pay senedi sayısına oranlanması ile de hesaplanabilmektedir. Bu oranın yüksek bir şekilde gerçekleşmesi işletmeye duyulan güven ile orantılı olmakla birlikte ortalamanın üzerinde yüksek bir oran sonucu pay senedinin pahalı olduğunu, ortalamanın altında çıkan bir değer ise pay senedinin ucuzluğunu ifade etmektedir (Demir, 2001). Oran aşağıda ifade edilen formül aracılığı ile hesaplanmaktadır.

$$PDDD: \frac{\text{Hissenin Piyasa Değeri}}{\text{Özkaynak (Muhasebe Değeri)}}$$

Bu oran, işletmenin sahip olduğu pay senetlerinin fiyatını olması gereken doğrultuda saptamaya yönelik bir uygulamadır. İlgili yöntemin hesaplanmasında pay senetlerinin gerçek değeri tespit edilirken öncelikli olarak uygulamaya konu olan işletme ile aynı sektörde yer alıp hemen hemen benzer risk seviyelerine sahip olan ve pay senetleri piyasada alım ile satıma konu olan işletmelerden oluşan bir gözlem seti meydana getirilir (Taner ve Akkaya, 2003).

İşletmenin finansal performansı hesaplanırken bu yöntem kullanıldığında, işletmenin varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları düşünülmektedir. İlgili yöntemde işletmenin değeri, işletmeden talep hakkı olan menfaat sahipleri yani yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamı olarak ifade edilebilmektedir (Sayılğan, 2003). Konuyla ilgili olarak yapılan çalışmalarda, bu oranın düşük bir oranda gerçekleştiği pay senetlerine yatırım yapılması halinde normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceğinin mümkün olduğu görülmüştür. Özellikle pay senedinin fiyatı defter yani muhasebe değerinin altına düştüğünde sonuç daha da belirgin bir hale gelmektedir (Karan, 2003). Bu oran, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde piyasada alım ve satıma konu olmayan bir pay senedinin sahip olması gereken fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır (Ataman ve Kibar, 1999).

Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemi kullanılarak pay senedinin yatırımcılara kazandıracağı getirilerin önceden tahmin edilebileceğine dair ilk görüş Rosenberg,

Reid ve Lanstein (1985) tarafından sunulmuştur. Araştırmacılar, 1973 ile 1984 yılları arasındaki dönemin kapsayan ve 1400 pay senedinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda, oran ile pay senetlerinin gelecekteki getirileri arasında dikkat çekici bir negatif korelasyon olduğunu tespit etmiş ve bunun etkin piyasalar kuramını reddeden bir bulgu olduğunu belirtmişler ve düşük PDDD oranına sahip pay senetlerinden bir portföy oluşturmanın getirisininin daha yüksek olduğu öne sürmüşlerdir.

Chan, Hamao ve Lakonishok (1991) tarafından Japonya'daki pay senedi piyasasını kapsayan bir çalışmada 1971 ile 1988 arasındaki dönem incelenmiştir. PDDD oranı en küçük olan pay senetlerinden oluşan portföyün en büyük olana göre aylık %1,1 oranında daha çok kazanç getirdiği gözlemlenmiştir. Mali sektörde yer alan işletmelerin dahil edilmediği diğer bir araştırmada ise, PDDD oranının pay senedi getirilerindeki değişimi hangi ölçüde açıklayabildiği incelenmiştir (Fama ve French, 1992). En az PDDD değerinin olduğu pay senetlerinden oluşan portföyün (Değer Portföyü) aylık ortalama getirisi %1,83 iken, en fazla PDDD değerinin olduğu pay senetlerinden oluşan portföyün ise (Büyüme portföyü) aylık ortalama getirisininin %0,30 olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bunun sonucunda ise PDDD oranının pay senedi getirilerindeki değişimi önemli bir ölçüde açıklayabildiği görülmüştür. Değer portföyü ile büyüme portföyü arasındaki aylık getiri farkı %1,53 olarak hesaplanmıştır ve istatistiki olarak da anlamlıdır.

Barber ve Lyon'un (1997) 1973 ve 1994 yılları arasındaki dönemi kapsayan ve New York, Amerikan Menkul Kıymetler Borsasıyla tezgâh üstü piyasa şeklinde özel bir borsa olan NASDAQ Borsasına kote olmuş finansal sektör işletmelerinin de kapsandığı araştırmalarında, PDDD oranının pay senedi getirileri üzerinde dikkate değer bir etkisinin olduğuna dair sonuç ortaya koymuşlardır. PDDD primi, finansal işletmeler için aylık ortalama %1,11 iken finansal olmayan işletmeler için aylık ortalama %1,44 olarak bulunmuştur. PDDD ile işletmelerin finansal sıkıntıları arasında bir ilişki bulunup bulunmadığını inceleyen bir çalışma ise Daniel ve Titman (1997) tarafından gerçekleştirilmiştir. İlgili çalışmada, yüksek bir PDDD oranına sahip olan işletmelerin pay senetlerinin düşük miktarda bir getiri sağladığı bunun tersi olarak da oranın düşük olarak gerçekleştiği pay senetlerine sahip olan işletmelerin ise genel olarak finansal açıdan sıkıntı içerisinde olan işletmeler olup yüksek seviyede bir risk içerdiklerinden dolayı getirilerininin de aynı oranda yüksek olduğu sonucu bulunmuştur.

Hawawini ve Keim (2000) NYSE ve AMEX borsalarında 1962 ve 1994 yılları

arasında işlem gören hisse senetleri PDDD oranlarına göre 10 farklı portföye ayırmıştır. 1 numaralı portföyün PDDD oranı 0,57 iken 10 numaralı portföyün PDDD oranı 10,00 olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda 1 numaralı portföyün aylık getirisi %1,43 olarak hesaplanmışken, 10 numaralı portföyün aylık getirisi de %0,90 olarak hesaplanmıştır. En düşük ve en yüksek PDDD oranına sahip portföyler arasında aylık olarak %0,53'lük bir getiri farkı olduğu görülmüştür.

Yukarıda gelişmiş ülkelerde gözlemlenen PDDD oranının etkisine dair gerçekleştirilen araştırmalara dair örneklerin yanı sıra PDDD oranı etkisinin gelişme sürecinde olan ülkelerdeki gözlemlenen değerine dair örnekler de vermek konunun bütünlüğü açısından anlamlı olacaktır.

Claessens, Dasgupta ve Glen tarafından 1986 ve 1993 arasındaki dönemi içeren ve 19 adet gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmada, kesitsel regresyon analizi ile pay senedi kazançları ve PDDD oranı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Yedi ülkede PDDD oranının etkisinin anlamlı olduğu gözlemlenirken diğer üç ülkede ise literatürden farklı olarak pozitif çıkmıştır. 19 ülke içerisinde yer alan Türkiye piyasasında ise anlamlı bir PDDD etkisi görülmemiştir (Web 46, 1995). Rouwenhorst tarafından (1999) 1987 ve 1997 arasındaki dönemi kapsayan ve gelişmekte olan 20 ülkenin menkul kıymet piyasasını içeren çalışmada, 16 ülkenin sermaye piyasasında yüksek PDDD değerinin olduğu pay senetlerine göre düşük PDDD değerinin olduğu pay senetlerinin daha yüksek performans gösterdiği tespit edilmiştir. Çalışmaya konu olan 20 ülkenin ortalaması göz önüne alındığında ise düşük PDDD oranına sahip portföylerin, yüksek PDDD değerinin olduğu portföylere nazaran dolar bazında aylık ortalama %0,93 oranında fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Düşük PDDD oranına sahip portföylerin daha yüksek oranda getiri sağlamalarına karşılık Drew, Naughton ve Veeraraghavan (2003) tarafından Şanghay Borsasındaki işletmeleri kapsayan bir çalışmada ise yüksek PDDD oranına sahip olan işletmelerin pay senetlerinin performans açısından daha iyi bir sonuç ortaya koyduğu tespit edilmiştir. PDDD oranının pay senedi getirilerinde görülebilecek değişimleri açıklamada tek başına çok fazla yeterli olmadığına dair bir bulgu ise Dash ve Singh (2007) tarafından 1997 ve 2004 yılları arasında pay senetleri Hindistan'da işlem gören işletmeler üzerinde yapılan bir araştırmada görülmüştür. Oranın değişimi tek başına açıklamada yetersiz kaldığı, fakat işletme büyüklüğüne dair oran ile birlikte kullanıldıklarında pay senedi getirilerini açıklama gücü

bulunduğu tespit edilmiştir.

Konuyla ilgili olarak Türkiye ölçeğinde bir araştırma ise Öztürkatalay (2005) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1989 ve 2003 arasındaki 14 yıllık dönemi kapsayan çalışmada Borsa’da işlem gören pay senetleri PDDD oranlarına göre sıralanıp beş portföy olacak şekilde ayrılmıştır. Araştırmanın sonucunda, meydana getirilen portföylerden en düşük PDDD oranına sahip olan portföy ortalama olarak aylık %7,80’lik bir getiri sağlarken, en yüksek orana sahip olan portföyde ise ortalama aylık %6,61’lik bir getirinin elde edildiği görülmüştür. Çalışmaya konu olan pay senedi portföyleri arasında en yüksek getiri PDDD oranı açısından en düşük orana sahip olan ikinci portföy tarafından sağlanmıştır. Hisse senedi getirileri açısından normalde en düşük oranlı pay senedi portföyünden en yüksek oranlı pay senedi portföyüne doğru bir düşüş görülmesi beklenirken, ilgili çalışmada PDDD ile pay senedi getirileri arasında ‘‘U’’ şeklinde bir ilişki bulunmuştur. Bir diğer çalışmada ise 1993 ve 2005 yılları arasındaki dönem incelemeye alınarak Fama ve French (1992) tarafından meydana getirilen yaklaşım kullanılmıştır. Çalışmada, PDDD oranının pay senedi getirilerini açıklamada yetersiz kaldığı tespit edilmiştir (Akdeniz, Altay-Salih and Aydoğan, 2000).

5.9.2.2. Tobin Q Oranı

Literatürde, yukarıda açıklamaları yapılan finansal performans ölçütlerinin yanı sıra bir diğer performans ölçütü olarak kullanılan oran da Tobin Q değeri olarak ifade edilmektedir. İlgili değer Tobin tarafından 1969 senesinde bulunmuş olmakla birlikte literatürde farklı hesaplama şekilleri mevcut olup çalışmada aşağıdaki haliyle kullanılmıştır (Fishman, Gannon and Vinning, 2008; Welch, 2003).

$$\text{Tobin Q} = \text{Borcun Yıl Sonundaki Muhasebe Değeri} + \frac{\text{Özkaynağın Yıl Sonundaki Piyasa Değeri}}{\text{Aktiflerin Yıl Sonundaki Muhasebe Değeri}}$$

Tobin Q değeri, işletmenin piyasadaki değerinin piyasadaki katılımcılar tarafından asimetrik bilgi olmadan diğer bir ifadeyle tarafların birbirlerine dair yeterli bilgiye sahip oldukları, rekabetin tam ve doğru bir şekilde yapıldığı varsayımı altında, işletmenin daha fazla yatırımda bulunacağını ya da diğer bir ifadeyle büyüme potansiyelinin yüksek olduğunu ifade etmektedir (Web 2, 2004). Tobin Q değeri yüksek olan işletmeler sahip oldukları nakit ile net bugünkü değeri pozitif olan yatırımlarını finanse etme yoluna gidecekler ya da yatırımlarının sürdürülebilirliği açısından finansal sıkıntı ile karşılaşmamak için sahip oldukları mevcut nakit miktarını artırma yoluna gideceklerdir (Web 45, 2005).

Finansal performans göstergelerinden biri olan Tobin Q oranı, işletme yönetimi tarafından meydana getirilen gerçek değer bir ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Bununla doğru orantılı olarak daha yüksek Tobin Q değeri, daha yüksek işletme değerine işaret etmektedir. Tobin Q oranının 1'den büyük olması ve bununla birlikte bu değer işletmenin rakiplerinin Tobin Q değerinden de daha büyük ise işletmenin benzer işletmelere göre daha fazla kar sağlama yeteneği bulunmaktadır. Tobin Q değeri, işletmenin olağan dışı yüksek kar elde etme gücünün bir ölçümü olarak tanımlanmaktadır (Stewart, 1997). Bunun tersi olarak da Tobin Q değerinin 1'den küçük olması, işletmenin kaynaklardan etkin bir şekilde yararlanamadığını göstermektedir (Canbaş, Doğukanlı ve Düzakın, 2004).

Tobin Q oranında, işletmenin sahip olduğu piyasa değeri ve varlıkların yenileme maliyetleri birbirleriyle karşılaştırılmaktadır. Yatırımların reel olarak getirisi ne kadar yüksek ise Tobin Q değeri de aynı oranda yüksek olmaktadır. Tobin Q oranının hesaplanmasında ortaya çıkan zorluklar nedeniyle yukarıda ifade edilen oranın yerine Pruitt ve Chung (1994) tarafından oluşturulan yaklaşık-q oranı tavsiye edilmiştir. Chung ve Pruitt, Lindenberg ve Ross'un (1981) yaklaşımını baz alarak aktiflerin muhasebe değerinin, aktifleri cari maliyetine denk olacağı öngörüsüyle bu oranı tespit etmişlerdir. Bu oran, Tobin Q'daki orijinal q oranına göre daha kolay hesaplanabilmekte ve veri elde etme açısından da daha kullanışlı bir yapıdadır (Sevil ve Şen, 2008). Yaklaşık-Q oranının hesaplanması aşağıdaki şekilde yapılmaktadır (Chung and Pruitt, 1994; Canbaş, Doğukanlı ve Düzakın 2004).

$$\text{Yaklaşık - Q: } \text{ÖPD} + \text{İPD} + \frac{\text{BORÇ}}{\text{TA}}$$

Formülde yer alan değişkenlerin açıklaması ise:

ÖPD: Pay senedinin piyasa fiyatı ile dolaşımdaki pay senedinin çarpımı,

İPD: İmtiyazlı pay senedinin fiyatı ile pay senedi sayısının çarpımı,

BORÇ: İşletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki fark + işletmenin uzun vadeli borçlarının defter değeri,

TA: İşletmenin aktif toplamının defter değeri.

Tobin Q oranı, gelişme aşamasını tamamlamış ve olgunluk dönemine geçmiş işletmeler için oldukça sağlıklı ve kullanışlı bir finansal performans göstergesidir. İşletme tarafından meydana getirilen değer hesaplanmasında sahip olunan varlıkların yenileme maliyetlerinin ön plana çıkartılması, bu oranın, PDDD oranına nazaran daha güvenilir bir performans göstergesi olduğuna işaret etmektedir (Ercan,

Öztürk ve Demirgüneş, 2003). İşletme değerlemesi açısından geleneksel yöntemlere bir alternatif teşkil etmesi amacıyla geliştirilen Tobin Q oranı, sadece işletmenin varlıklarıyla ilgilenmesi ve yatırım fırsatlarını kapsamamasından dolayı çok fazla rağbet görmemektedir (Savaşkan, 2005). Tobin Q oranı daha çok yatırım kararlarının öngörülmesine yönelik bir kullanım amacıyla geliştirilmiş bir oran olmakla birlikte bu yaklaşım aynı zamanda işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayenin hesaplanması amacıyla da kullanılmaktadır. Oran, işletmenin sahipliğinde bulunan fakat diğer işletmeler tarafından sahip olunmayan maddi olmayan duran varlıklar diğer bir deyişle entelektüel varlıklar sebebiyle yüksek oranda karlılık elde etme avantajını ifade etmektedir (Önce, 1999). Bu oran yukarıda da ifade edildiği üzere PDD/DD oranına benzer olmakla birlikte PDD/DD yönteminden farklı olarak varlıkların defter yani muhasebe değeri yerine “Yerine koyma değeri” kullanılmaktadır. Tobin Q değeri, işletmenin piyasa değerinin, mevcut varlıkların yerine koyma maliyetine oranlanmasıdır.

Hem Tobin Q değeri hem de daha önceden anlatılan PDDD değeri aynı sektör içerisinde yer alan ve benzer yapıda maddi varlıklara sahip olan işletmelerin maddi olmayan varlıkları ile işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayesinde yıllar itibarıyla meydana gelen değişimlerin karşılaştırılmasına yönelik bir kullanım amacı taşınması sebebiyle uygun bir performans göstergesi olarak kabul görmektedir. İşletmenin, içerisinde yer aldığı sermaye piyasasında oluşan değerinin birtakım spekülasyon atakları gibi dışsal etkenlerden etkilenmesi aynı PDDD yönteminde olduğu gibi Tobin Q değerinin de doğru sonuçlar vermesini olumsuz olarak etkileyebilmektedir (Çıkrıkcı ve Daştan, 2002).

5.9.3. Altman ZSkor Modeli

Altman ZSkoru ilk olarak 1968 yılında Altman tarafından ABD’de üretim sektöründe faaliyet gösterip halka açık olan 66 adet işletmenin verileri ile çoklu diskriminant yöntemi kullanılması ile ortaya çıkmıştır. Modele konu olan 66 işletmenin 33 tanesi 1946 ve 1968 yılları arasındaki dönemde batmış geri kalan işletmeler ise faaliyetlerine sağlıklı bir şekilde devam etmiştir. ZSkor, işletmelerin finansal başarısızlığının öngörülmesine yönelik olarak yaygın bir şekilde kullanılan bir modeldir (Kulalı, 2016). Altman, birbirinden farklı sonuçlar veren finansal göstergeleri kullanarak işletmelerin mali katsayılarını tespit etmiş ve ortaya çıkan katsayıları kullanarak ZSkor modelini oluşturmuştur. Oluşturulan bu metot özellikle

son 40 sene içerisinde işletmelerin kredi risklerinin tespit edilmesinde ve bu işletmelerin gelecekteki finansal durumlarının öngörülüp belirlenmesinde önemli bir rol üstlenmiştir (Nadirli, 2015).

Oluşturulan modelin güvenilirliği birtakım çalışmalar ile test edilmiş ve modelin başarı oranı diğer bir ifadeyle işletmelerin iflasa uğrama olasılığı iflasa girmeden önceki son iki sene için %72 oranında, iflastan önceki son yıl içinde %94 gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiştir (Altman, 1968). ZSkor modelinin oluşturulmasını takip eden 31 sene içerisinde modelin geçerliliğine yönelik olarak yapılan testlerde, işletmeler iflas etmemelerine rağmen iflas edecek şekilde sınıflandırılmış olup bu işletmelerin iflas etmeden önceki son bir yıl içerisinde iflas durumuna uğramaları %80 ile %90 gibi oldukça yüksek bir aralıkta tespit edilmiştir (Kulalı, 2016).

Altman (1968) yukarıda daha önceden ifade edildiği üzere tesadüfi örnekleme ile başarılı ve başarısız 33 adet işletme tespit ederek işletmelerin mali durumlarını yansıtan en iyi 5 finansal performans oranı kullanmıştır. Model toplamda yedi değerden oluşmakla birlikte bu değerler ilk başta 1 tane piyasa tabanlı ve altı tane muhasebe tabanlı gösterge dayanak alınarak oluşturulmuştur. ZSkor hesaplaması, aşağıda ifade edilen 5 oran grubuna göre toplamda yedi değer aracılığı ile modelde kullanmak için ifade edilmiştir (Aydın, Başar, Coşkun, 2007, akt. Karakozak, 2012).

$$ZSkor = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5 \quad (1)$$

ZSkor = Bir işletmenin nokta değeri (Genel endeks)

X1 = Çalışma Sermayesi/Toplam Aktif

X2 = Geçmiş Yıl Karları/Toplam Aktif

X3 = Faiz ve Vergiden Önceki Karlar/Toplam Aktif

X4 = Hisse Senedi Piyasa Değeri/Yabancı Kaynak Toplamı

X5 = Satış Gelirleri/Toplam Aktif

Hesaplama kullanılan oranların her biri işletmenin farklı faaliyetlerine dair bilgi sunmaktadır. İlgili 5 oran; Sermaye yeterliliği, kümülatif karlılık, piyasa temelli kaldıraç oranı, likidite ve aktiflerin verimliliğinden oluşmaktadır.

Daha sonra formülün halka açık olmayan işletmelerde uygulanabilmesi ve bu işletmelerde uygulanması neticesinde de sağlıklı sonuçlar alınması amacıyla değişiklikler yapılmıştır.

$X_4 = \text{Özkaynağın Cari Değeri/Borçların Defter Değeri}$ olacak şekilde revize edilmiştir. Bu değişikliğin doğal bir sonucu olarak katsayılar da ve ZSkor aralıklarında da değişiklikler meydana gelmiştir. Bu değişikliklerin sonucunda ilgili skor $1,23 < Z < 2,99$ aralığında bulunmaktadır (Web 52, 2002).

$Z\text{Skor} = 0,717 X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$ (2) Özel endüstri işletmelerine yönelik

Yapılan hesaplamalar neticesinde oran sonucu 1,81'den küçük ise işletmenin finansal açıdan başarısızlığa uğrama olasılığı oldukça yüksektir. Skor 1,81 ve 3,00 arasında ise işletmenin ilerideki dönemler için başarı durumu çok yüksek olmasa bile finansal açıdan başarısızlık olasılığının düşük olduğu görülmektedir. ZSkor 3,00'den büyük ise işletmenin finansal açıdan hiçbir problem taşımadığı ve iflas riskine dair bir olasılığın mevcut olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır (Poyraz ve Didin, 2008).

Yukarıda geliştirilen iki modelden sonra 1993 yılında satış hasılatı oranı modelden çıkartılmıştır. İşletmelerin iflas ile karşılaşma sınırı için alt değer 1,10 olarak belirlenirken iflas riskinin görülmediği işletmeler için bu değer 2,60'ın üstünde olması gerektiği belirtilmiştir (Kulalı, 2016).

Yapılan değişikliklerde sonra özel üretim işletmesi olmayan işletmeler için üretilen model aşağıda yer almaktadır.

$Z\text{Skor} = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$ (2) Özel üretim işletmesi olmayan işletmelere yönelik

Bu modelde X_5 değişkeni olarak belirtilen Satış Gelirleri/Toplam Aktif oranı çıkartılarak potansiyel endüstrinin etkisinin azaltılması amaçlanmıştır.

Tablo 5. 9. 3. 1: ZSkor Modelleri (Yıldız, 2014)

Borsaya Kote Üretim İşletmeleri için ZSkor	Özel Endüstri İşletmeleri için ZSkor	Üretici Olmayan ve Hizmet İşletmeleri İçin ZSkor
$Z < 1.8$ İflas olasılığı bölgesi (Kırmızı bölge)	$Z' < 1.23$ İflas olasılığı bölgesi (Kırmızı bölge)	$Z'' < 1.1$ İflas olasılığı bölgesi (Kırmızı bölge)
$1.8 < Z < 2.99$ Belirsiz bölge (Gri bölge)	$1.23 < Z' < 2.9$ Belirsiz bölge (Gri bölge)	$1.1 < Z'' < 2.6$ Belirsiz bölge (Gri bölge)
$Z > 2.99$ Güvenli bölge (Yeşil Bölge)	$Z' > 2.9$ Güvenli bölge (Yeşil bölge)	$Z'' > 2.6$ Güvenli bölge (Yeşil bölge)

ZSkor sonuçları iflas olasılığının görüldüğü kırmızı bölgede çıkan işletmeler strateji ve faaliyetlerine yönelik değişimleri kısa bir süre içerisinde gerçekleştirmek

zorundadırlar. Gri bölgede kalan işletmelere yönelik analiz süreci devam ettirilmeli ve işletmenin durumunun kırmızı bölgeye ya da yeşil bölgeye yönelik nasıl bir seyir izlediği tespit edilmelidir. Yeşil bölge içerisinde yer alan işletmeler diğer bölgelerde yer alan işletmelere kıyasla güvenli olsalar bile işletmenin finansal gücü kontrol altında tutulmaya devam edilmelidir.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi farklı özellikteki işletme yapıları için farklı ZSkor modelleri bulunmaktadır. Bu farklı modeller ile birlikte orijinal ZSkor modelinin iflas olasılığını tespit etmeye yönelik çalışmalarda daha çok kullanıldığı belirtilmektedir (Yıldız, 2014).

Altman, Hartzell ve Peck (1995) tarafından gelişmekte olan piyasaların egemen olduğu bir alanda faaliyet gösteren işletmelere yönelik olarak modelde revizyona gidilmiştir. Yapılan değişiklik ile oluşturulan denkleme 3,25 sabit değeri eklenmiştir (Web 53, 2000).

Altman (1968) tarafından geliştirilen modelde yer alan kurumsal iflasın ana belirleyici kodları bankalar, yatırım sahipleri, kredi veren kuruluşların yöneticileri ve piyasa düzenleyicileri arasında finansal açıdan oluşan risk unsurunun minimize edilmesine imkân sağlamıştır. İşletmelerin iflas durumlarını öngörmeye yönelik olarak yapılan çalışmalar işletme yöneticilerine zaman açısından çok fazla bir imkân sağlamamaktadır. Bundaki temel neden ise işletmelerde iflas gerçekleşme zamanının finansal açıdan sıkıntı görülen dönemlerin hemen ardı sıra gerçekleşmesidir. Ortaya koyulan metotların en büyük faydası ise mali açıdan sıkıntı içerisine olmayan işletmelerin ilerideki dönemlerde finansal açıdan iflas yaşayabilme durumunu engellemek ve işletmelerin mali açıdan olası bir düşüş ile karşılaşmalarının önüne geçmektir. Bu metotlar aracılığı ile finansal sıkıntı ve iflas arasındaki farkın işletmeler tarafından anlaşılmasına yardımcı olunmakta ayrıca hangi finansal sıkıntıların iflas ile sonuçlanabileceğine dair tespitlerin yapılmasına imkân sağlanmaktadır.

Beaver (1966) tarafından işletmelerde finansal başarısızlık olasılığının tespit edilmesine yönelik olarak ikiye ayrılmış sınıflama testi metodu kullanılarak bilimsel bir yaklaşım getirilmiştir. Finansal açıdan yetmiş dokuz adet başarısız işletme otuz sekiz farklı sektörden seçilerek bir örneklem oluşturulmuş ve bu yetmiş dokuz işletmenin 1954 ve 1964 yılları arasında kalan dönemlerine ait finansal verilerinin kullanıldığı bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen çalışmada, oranlar aracılığı ile işletmelerin faaliyetlerinin iflas ile sonuçlanmasından önceki beş yıllık

bir süre öncesinde işletmeleri iflas sürecine yönelten etkenler araştırılmıştır. Çalışmayla ilgili olarak kurulan modele ek olarak ikinci bir örneklem grubu yaratılmıştır. Bu örneklem grubunda ise aynı sektör ve işletme büyüklüğü açısından benzer olan işletmeler yer almıştır. Kurulan modelde toplamda otuz adet finansal oran kullanılmış ve bu kullanılan finansal oranlar alt ana başlık altında incelenmiştir. Bu oranlar sırasıyla: nakit akış oranları, net gelir oranları, borç/toplam aktifler, likit varlıklar/toplam aktifler, likit varlıklar/yabancı kaynaklar ile getiri oranlarıdır.

Gerçekleştirilen çalışmada vadesi gelen borçlarını ödeyemeyecek konumda bulunan işletmeler finansal açıdan başarısız olarak tanımlanmıştır. Beaver (1966)'nın geliştirdiği bu modele göre işletmelerin finansal açıdan başarısızlık ile karşılaşmalarına yönelik öngörülerin gerçekleştirilmesindeki en önemli unsur, net nakit akışların toplam yabancı kaynaklara oranı sonucu elde edilen bulgulardır.

İşletmelerin iflas riski ile karşılaşmalarının önceden tahmin edilmesine yönelik olarak yapılan bir diğer çalışma ise Blum tarafından 1974 yılında gerçekleştirilmiştir. Konuyla ilgili yapılan çalışmada iflasa uğrayan ve finansal açıdan başarılı olan toplamda 230 adet işletmenin 1954 ve 1968 yılları arasındaki dönemlerine ait olan finansal verileri incelenmiştir.

Çalışmaya dahil olan işletmelerin mali verileri karlılık, likidite ve değişkenlik durumlarını açıklayan oranları diskriminant analizi aracılığı ile teste tabi tutulmuştur. Diskriminant analizine tabi tutulan bu oranlar ise likidite, karlılık ve değişkenlik ana başlıkları altında 3 adet gruba ayrılmıştır. Çalışmanın sonucunda finansal açıdan başarısızlık durumunu en iyi yansıtan oranların; Hazır değerler/stoklar, net getirinin yıllara göre gösterdiği değişim ve nakit akış oranlarından elde edilen sonular olduğu görülmüştür. Elde edile sonuçlara göre işletmelerde iflasın gerçekleşme olasılığının iflas ile sonuçlanmadan önceki son üç sene öncesinden %70, iki sene öncesinden %80 ve bir sene öncesinden ise %90 olasılıkla öngörülebildiği tespit edilmiştir (Blum, 1974).

İflas olasılığının öngörülmesine yönelik olarak yapılan bir diğer çalışma ise Altman (1968) ve Beaver (1966)'nın geliştirdikleri modeller baz alınarak Deakin (1972) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1964 ve 1970 yılları arasındaki dönemler baz alınarak toplamda 64 adet işletmeden oluşan bir örneklem oluşturulmuştur. Bu altmış dört adet işletme kendi içerisinde finansal bakımdan başarılı olan otuz iki adet ve finansal açıdan başarısız olan 32 adet işletme olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Altmış dört adet işletmenin ilgili dönemler aralığındaki mali verileri kullanılarak toplamda

on dört adet finansal oran belirlenmiştir. Bu on dört adet finansal oran Deakin tarafından kurulan iki modelde karşılaştırılmak suretiyle kullanılmıştır. On dört adet oran: likit olmayan varlıklar, likit olan varlıklar, likit varlıklar/toplam borç oranı ile aktif getiri oranları olmak üzere dört ana başlık altında gruplandırılmıştır.

Çalışmada, Beaver (1966) tarafından gerçekleştirilen çalışma baz alınarak ikiye ayrılmış sınıflandırma yöntemi ile ek olarak 1968'de Altman tarafından gerçekleştirilen çalışmada kullanılan diskriminant analizi tekniği de uygulanmıştır. Çalışmada diskriminant analizi tekniği ile iflas ile sonuçlanan finansal başarısızlığın üç yıl öncesinden %18 ve bir sene öncesinden de %12'lik bir yanılma payı ile öngörülebileceği tespit edilmiştir. Deakin (1972) yapılan bu çalışmalara ek olarak işletmelerin mali bakımdan finansal başarısızlık ile karşılaşabileceklerini iki sene öncesinden %10'luk bir yanılma payı ile öngörebileceğini belirtmiş fakat bu yanılma payı oranının gerçekleşme ihtimaline dair bir sebebe yeteri düzeyde bir dayanak oluşturamamıştır.

Modeller ile ortaya çıkan bir soru ise iflas göstergesi olan faktörlerin aynı zamanda finansal açıdan da sıkıntı içerisinde olan işletmeler için geçerliliği ile ilgilidir. Burada önemli olan nokta ise işletmelerin iflasını öngörmeye yardımcı olan bu modellerin finansal sıkıntıları da öngörmeye yardımcı olup olmayacaklarının ortaya konmasının gerekliliğidir (Platt and Platt, 2006). İflas riskinin öngörülmesi ve önlenmesine yönelik olarak yeni metotların uygulanması ile birlikte konuyla ilgili araştırmalarda devam etmiştir. Metotlar arasında birtakım farklılıklar mevcut olmakla birlikte iflasın öngörülmesine yönelik olarak kullanılan faktörler ağırlıklı olarak borç, karlılık, likidite, operasyonel performans ve işletme büyümesi şeklinde sıralanmaktadır. İflas eden işletmeler varlıklarını devam ettirmek amacıyla sahip oldukları varlıklarının yeniden yapılandırılması sürecinde yasal yollara başvurarak mahkemeler ile iş birliği içerisine girmektedirler.

Önceden de ifade edildiği üzere finansal sıkıntı ve iflas arasındaki ayırımın bilinmesinin gerekliliğinden dolayı finansal açıdan sıkıntı içerisinde olan işletmeler yasal olarak herhangi bir teşebbüste bulunmayı gerektirecek finansal yetersizlik durumuna ulaşmamışlardır. Bu sebeple mali açıdan sıkıntı içerisinde olan işletmeler daha çok yönetsel değişiklikler, elde bulundurulmuş aktiflerin satışı yoluna gidilmesi ile işletme sermayesinin artırılması gibi uygulamalara yönelerek finansal sıkıntıyı çözmeye yönelik tedbirlere yönelmektedirler (Platt and Platt, 2008). Bu doğrultuda iflas riskini öngörmeye yönelik olarak kullanılan modellerin doğru sonuçlar vermesi

sadece kullanılan metoda değil metot ile birlikte kullanılan verilerin bulunabilirliği ve yapısı ile iflas riskinin sınıflandırılmasına yönelik olarak yapılan varsayımlara da bağlıdır (Web 33, 2007).

6. AMPİRİK ÇALIŞMA: METODOLOJİ VE BULGULAR

6.1. Araştırmanın Konusu

Bu çalışmanın konusu, işletmelerin çeşitlilik gösteren sahiplik ve sermaye yapıları arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin bulunup bulunmadığının tespit edilmesi ile sahiplik ve sermaye yapılarındaki çeşitliliğin işletmelerin finansal performansının üzerinde bir etkisinin mevcut olup olmadığının belirlenmesidir. Endeks olarak sınai ve hizmet endekslerinin seçilmesinin gerekçesi; uygulamada daha net ve gerçeğe yakın sonuçları elde edebilmektir.

6.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren, 2006 – 2014 yılları arasında verileri süreklilik arz eden 142 adet işletmenin sahiplik ve sermaye yapılarının finansal performansa olan etkileri ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki nedensellik ilişkilerinin çift yönlü olarak incelenmesidir. Araştırmada ülke ekonomisine yön veren sınai ve hizmet endeksinde yer alan sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler seçilmiştir. Çalışma kapsamında, sahiplik yapısına dair gösterge değişkenler olarak kabul edilen; halka açıklık oranı, yabancı ortak payı, kurumsal yatırımcı mevcudiyeti, ortak sayısı, en büyük ortağa ait verileri temsil eden değişkenler ile işletmenin sermaye yapısını temsil edeceği düşünülen kaldıraç oranı değişkeninin işletmenin finansal performansı üzerinde bir etkisinin bulunup bulunmadığı incelenmiştir. Çalışmanın diğer bölümünde ise sahiplik ve sermaye yapıları arasında anlamlı bir ilişki bulunup bulunmadığı ampirik bir model yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmaya konu olan işletmelerin sahiplik ve sermaye yapılarının finansal performansı etkileyip etkilemediğinin belirlenebilmesi ve sahiplik ile sermaye yapıları arasında çift yönlü muhtemel bir ilişkinin mevcudiyetinin saptanması amacıyla, finans literatüründe bugüne kadar yapılmış olan çalışmalar incelenerek genel olarak kabul görmüş değişkenlerin varsayılan etkileri, oluşturulan uygun hipotezler aracılığı ile analize dahil edilmiş ve sınanmıştır.

6.3. Araştırmanın Önemi

Bu araştırma, BİST sını ve hizmet endeksleri kapsamında işlem gören işletmelerin sahiplik ve sermaye yapılarının muhasebe ve piyasa temelli finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisini aynı anda görme ve karşılaştırma imkânı sunması açısından önem taşımaktadır. Ayrıca sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki ilişkilerin nedensellik analizi ile incelenmesi bakımından da bugüne kadar literatürde benzer bir çalışma bulunmadığı için, ayrı bir değer teşkil etmektedir.

6.4. Araştırmada Kullanılan Veri Seti ve Sınırlılıklar

Yukarıda ifade edildiği üzere bu çalışmanın ana amacı, işletmelerin sahiplik yapılarındaki mevcut farklılıklar ve sermaye yapısına dair tercihleri arasındaki olası ilişki ile bu yapıların işletmelerin finansal performansına olan (PDDD (Piyasa Değeri/Defter Değeri), Tobin Q, Z-Skor Testi, ROA (Varlık Karlılığı), ROE (Özkaynak Karlılığı) etkilerini ölçmektir.

Çalışmamıza konu olan işletmeler, istihdam ve GSYİH payı açısından ekonominin lokomotif sektörleri olmaları sebebiyle, Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören XUSIN (Sınai Endeksi) ve XUHIZ (Hizmet Endeksi) endekslerinde yer alan işletmelerden seçilmiştir. Bu işletmeler seçilirken sektör ayırımına gidilmeksizin işletme büyüklüğünün göreceli olarak yüksek olduğu öngörülen hizmet ve sınai endekslerinde yer alan işletmeler dikkate alınmış ve 142 adet işletmeye ait 9 yıllık (2006-2014) verilerin sağlıklı bir şekilde toplanması sağlanmıştır. Buradaki amaç, farklılık gösteren sahiplik ve sermaye yapılarının yıllar itibariyle işletmelerin finansal performansına olan etkilerini inceleyerek amaca uygun güvenilir sonuçlar elde etmektir. Araştırma ufkunun 2006 yılı ve sonrası olarak belirlenmesinin temel nedeni ise, 2008 senesinde dünya genelinde meydana gelen ekonomik kriz etkilerinin işletmelerin finansal performansı üzerindeki yansımalarını daha yakından inceleyebilme imkânını sağlamasıdır.

Çalışma konusuna başlanırken 2006-2014 yılları arasında sınai ve hizmet endekslerinde faaliyet gösteren toplam 205 adet işletmenin verilerinin tamamı analiz kapsamına dâhil edilmiştir. Fakat daha sonra ilgili çalışma dönemine ait yıllar için veri tamlığı ve sürekliliği koşulunu karşılamadığı tespit edilen 63 adet işletmenin (sınai endeksinde 35 adet ve hizmet endeksinde 28 adet), analiz dışına çıkarılmasına karar verilmiştir. Sonuç olarak, 142 adet işletmenin 9 yıllık verisi ile her bir değişken için toplamda 1278 gözlem üzerinde çalışılmıştır. Modellemeler ve testler öncesinde,

kullanılan zaman serilerinin birim kök içerip içermedikleri, yani durağanlık durumları sınanmıştır. Orijinal veri setlerinde sınai endeksleri için 1008 adet ve hizmet endeksi için ise 270 adet gözlem analize tabi tutulmuştur.

Analize dahil edilen işletmelere ilişkin veriler iki farklı şekilde elde edilmiştir. Her iki endekste de yer alan işletmelerin 2008 yılı ve öncesindeki dönemlere ait finansal verileri Borsa İstanbul (BİST)'in resmi internet sayfasından elde edilebilirken, 2009 yılı ve sonrasındaki veriler için BİST (Borsa İstanbul), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK)'nın resmi internet siteleri ile Finnet ve StocKeys Temel Analiz Platformu'nun internet sayfalarına ve kapsanan işletmelerin web sitelerinde yayınlanan raporlara başvurulmuştur.

Çalışmada kullanılan veri seti; oluşturulan modeller ve çalışmada kullanılan değişkenler ışığında sahiplik yapısı, finansal performans ve sermaye yapısı arasındaki ilişkilerin ve bağlantıların araştırıldığı önceki çalışmalardan derlenmiştir. Böylelikle söz konusu çalışmalarda kullanılmış ve belirleyici oldukları kabul edilmiş önemli değişkenler modellere dâhil edilmiştir. BİST'de işlem gören ve araştırmaya dâhil edilen sınai endeksi ve hizmet endeksi işletmelerinin genel listesi EK 1a ve EK 1b'de sunulmuştur.

6.5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Çalışmamızda öncelikli olarak bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri seçilmiştir. Değişkenlerin tespit edilmesinde literatür yer alan geçmiş çalışmalarda üzerinde en fazla fikir birliğine varılmış değişkenlerden yola çıkılmıştır. İlgili değişkenlerin finansal performansa etkisi analiz edildiğinden, işletmelerin performans göstergeleri piyasa tabanlı ve muhasebe tabanlı performans ölçüm tekniklerinden oluşmaktadır. Bu bağlamda, performans ölçülerinin her biri bağımlı değişken olarak kullanılmış olup, sahiplik yapısı ve sermaye yapısına ilişkin değişkenlerin bağımsız değişkenler olarak alınmalarına karar verilmiştir.

Literatürde ABD ve Avrupa ülkelerine yönelik çalışmalar büyük bir yer kaplamaktadır. Buna karşın, gelişmekte olan ülkeleri konu edinen çalışmaların sayısı nispeten daha düşüktür. ABD gibi gelişmiş ülkelerde elde edilen bulguların farklı yasal ve kurumsal yapılara sahip ülkeleri temsil etmeyebileceğine dikkat çekilmiştir (La Porta et al., 1998). Diğer yandan, Asya ülkeleri (Kester, 1986; Li, Yue and Zhao, 2009), Latin ülkeleri (Céspedes, González and Molina, 2010), Arap ülkeleri (Al-

Najjar and Taylor, 2008) ve Pakistan (Hasan and Butt, 2009) gibi ülkelerin incelendiği spesifik örneklere de rastlanmaktadır.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan piyasalarda yasal, kurumsal ve politik yapılar gelişmiş ülkelere göre farklı olabilmektedir. Bir başka deyişle; sahiplik yoğunlaşmasının diğer ülkelere kıyasla daha belirgin oluşu ve çalışma sermayesi ile özel sektör borçlanmasının göreceli yüksekliği mevcut çalışmamızı gelişmiş ve diğer piyasalarda yapılan çalışmalardan farklı kılmaktadır.

Literatürde henüz uzlaşamayan konulardan bir tanesi de işletme performansının ölçülmesi ile ilgilidir. Çalışmamızın bu anlamda bir özgünlük yaratması hedeflenmektedir. Bu nedenle yukarıda bahsi geçen performans ölçütlerinden farklı olarak muhasebe esaslı finansal performans göstergelerinden Özkaynak karlılığı, varlık karlılığı; piyasa performans göstergeleri arasında yer alan Tobin Q ile PDDD oranı gibi finansal performans değişkenleri ile işletmenin iflas olasılığı hakkında bilgi veren Z-Skor Testi (Altman Modeli) değişkeni modelin bağımlı değişkenleri olarak kullanılmışlardır (Bkz. Tablo 6. 5. 1). Özkaynak karlılığı hissedarların en çok önem verdiği muhasebe oranlarından olup cari veya gelecekteki yatırım ve finansman kararlarını doğrudan etkilemektedir. Literatürde de bu oran yoğun olarak kullanılmaktadır. Piyasadaki değişimleri de dikkate almak amacıyla, piyasa tabanlı bir performans ölçütü olan hisse senedi getirileri de modellerde kullanılmıştır. Hem muhasebe hem de piyasa ölçütlerinin birlikte kullanılmaları, piyasa işlemleri yoğunluğunun (ya da aktifleştirme oranı) performans üzerindeki etkisinin incelenbilmesine imkân sağlayacaktır.

Sermaye yapısı hakkında bilgi vermesi amacıyla Toplam Borç/Toplam Aktif oranının kullanılması planlanmaktadır. Sahiplik yapısına ilişkin olarak ülkemizde gelişmiş bir veri tabanı bulunmamakla birlikte, elde edilebilen veriler ışığında, sahiplik yoğunlaşması ya da kontrol güçlendirici mekanizmaların varlığını temsil edeceği düşünülen bazı spesifik değişkenler üretilmiştir. Bahsi geçen bu değişkenlere ait detay ve açıklamalar Tablo 6. 5. 1, Tablo 6. 5. 2 ve Tablo 6. 5. 3'te yer almaktadır.

Tablo 6. 5. 1: Bağımlı Değişkenler

Değişken Adı	Simge	Değişken Hesaplamaları	Değişkenin Belirleyici Olduğu Tespit Edilen Çalışmalar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PDDD	Öz sermayenin Piyasa Değeri / Özkaynağın Defter Değeri (Dönem Sonu)	French and Fama (2002) Riahi-Belkaoui (2000) Rajan and Zingales (1995)
Aktif Karlılığı	ROA	ROA=Net Kar / Toplam Varlıklar	Nazir and Afza (2009) Sing and Pandey (2008) ALShubiri (2011)
Özkaynak Karlılığı	ROE	ROE=Net Kar / Özkaynak	Nazir and Afza (2009) Sing and Pandey (2008) ALShubiri (2011)
Altman Z-Skor	ZSKOR	Z-Skor= $1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$ Z-Skor= Bir işletmenin nokta değeri (genel endeks) X1= Çalışma Sermayesi / Toplam Aktif X2= Geçmiş Yıl Karları / Toplam Aktif X3= Faiz ve vergiden Önceki Karlar/ Toplam Aktif X4= Hisse Senedi Piyasa Değeri/ Yabancı Kaynak Toplamı X5= Satış Gelirleri / Toplam Aktif	Altman (1968) İçerli ve Akkaya (2006) Chung et al. (2008) Web 21 (2010) Yüzbaşıoğlu vd. (2011)
Tobin Q	TOBİN	(Borcun Yıl Sonundaki Defter Değeri + İşletmenin Yıl Sonundaki Piyasa Değeri) / Varlıkların Yıl Sonundaki Defter Değeri	Fishman et al. (2008) Welch (2003)

Tablo 6. 5. 2: Sahiplik Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler

Değişken Grubu	Değişken Tanımı	Simge	Değişken Hesaplamaları	Değişkenin Belirleyici Olduğu Tespit Edilen Çalışmalar
Sahiplik Yapısı	En Büyük Ortağın Payı	EBOP	En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı/Toplam Özkaynaklar	Bayraktaroğlu (2010) Oruç (2012) Toraman ve Okuyan (2009)
	Halka Açıklık Oranı	HAO	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	Bayraktaroğlu (2010) Zhang (1998)
	Ortak Sayısı	ORTAK	%10'dan fazla sermaye payına sahip ortak sayısı	Doğan ve Topal (2015)
	Yabancı Payı	YABP	Yabancı Ortağın Sermaye Payı / Toplam Özkaynaklar	Bayraktaroğlu (2010) Büyükmert (2015) Li et al. (2009)
	Kurumsal Yatırımcı Oranı	KURY	Kurumsal Yatırımcının Sermaye Payı / Toplam Özkaynaklar	Web 38 (2006) Mirzaei (2012) Pushner (1995) Sayman (2012)

Tablo 6. 5. 3: Sermaye Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler

Değişken Grubu	Değişken Tanımı	Simge	Değişken Hesaplamaları	Değişkenin Belirleyici Olduğu Tespit Edilen Çalışmalar
Sermaye Yapısı	Kaldıraç Oranı	TBTV	Toplam Borç / Toplam Varlıklar	Albayrak ve Akbulut (2008) Ata ve Ağ (2010) Bevan and Danbolt (2002) Chakraborty (2010) Karadeniz (2008) Karamustafa ve Karakaya (2007) Leyli-Elitaş ve Doğan (2013) Wiwattanakantang (1999)

Tablo 6. 5. 4: Kontrol Değişkenleri

Değişken Grubu	Değişken Tanımı	Simge	Değişken Hesaplamaları	Değişkenin Belirleyici Olduğu Tespit Edilen Çalışmalar
Sermaye Yapısı	Borç Dışı Vergi Kalkanı	BDVK	Amortismanlar / Toplam Aktifler	Albayrak ve Akbulut (2008) Chang et al. (2009) Chakraborty (2010) Demirhan (2009) Durukan (1997) Huang and Song (2006) Titman ve Wessels (1988)
Sahiplik Yapısı	İşletme Yaşı	YAS	Cari Yıl – Kuruluş Yılı	Doğan ve Topal (2015)
	İşletme Büyüklüğü	VALOG	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	Deesomsak et al. (2004) Friend and Lang (1988) Huang and Song (2006) Mehran, Taggart and Yermack (1999)

6.6. Araştırma Yöntemi

Ekonometrik çalışmalar yapılırken farklı türde veri setlerinden yararlanılabilir. Farklı türde veri setleri, veri yapılarına uygun modeller nezdinde açıklanabilmektedir. Literatüre bakıldığında, çalışmalarda kullanılan yatay kesit verileri, zaman serileri ile panel veriler şeklinde üç tür veri setinin kullanıldığı görülmektedir. İlgili çalışmada sahiplik ve sermaye yapısının işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisi panel veri analiziyle incelenmiştir. Çalışmada dengeli panel veri setiyle çalışılmıştır. İlk aşamada, çalışma kapsamında gerçekleştirilen regresyon modellemelerinde yer alan tüm değişkenler için hesaplanmış tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Bu kapsamda değişkenlere ait ortalama, ortanca, maksimum ve minimum değerleri, standart sapma değerleri, basıklık, çarpıklık ve Jarque-Bera test istatistik değerlerine yer verilmiştir.

Çalışmada çoklu doğrusallık sorununu engellemek için regresyonlar modellerinde kullanılan bağımsız değişkenler arasında anlamlı düzeyde bir doğrusal ilişki olmamalıdır. Bu durumu saptamak için modelleri tahmin etmeden önce bağımsız değişkenler arasında ikili Pearson korelasyon analizleri gerçekleştirilmiştir.

Ampirik analizlerde kullanılan ekonometrik yöntemler, veri türlerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Farklı birimlerin sabit dönemdeki verilerini analiz eden yöntem ‘yatay kesit’, aynı birimlerin zaman içerisindeki değişimi inceleyen yöntem ise ‘zaman serileri’ analizi olarak adlandırılmaktadır. Zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerinin kullanılması ile yapılan analiz türü ise ‘panel veri’ olarak ifade edilmektedir. Çoklu bağlantı problemi, panel veriler ile birlikte değişkenler arasında daha az gözlenmekte, modelin açıklama gücünü arttırmakta veya yetersiz kesit gözlemi ve kısa zaman serisinin var olduğu durumlarda bile ekonometrik analizlerin gerçekleştirilmesine olanak tanımaktadır (Baltagi, 1995).

Yatay kesit ve zaman serisi analizlerini bir araya getiren panel veri analizinin yukarıdaki avantajları ile birlikte dezavantajlarını da ortaya çıkarmaktadır. Panel verinin zaman serisi boyutunda, veriler durağan değilse yani verilerde birim kök sorunu varsa, regresyon modellerinden elde edilecek sonuçlar da yanıltıcı olacaktır. Bu nedenle, öncelikle, değişken serilerinin durağanlık gösterip göstermediğini saptamak amacıyla birim kök testleri yapılmıştır.

Panel verilerin analizinde verilerin durağanlık gösterip göstermediğini saptamak amacıyla kullanılan birden çok birim kök testi mevcuttur. Bu testlerden

bazıları dengeli panel verileri için bir kısmı ise dengeli olmayan veriler için kullanılmaktadır. Bu testlere örnek olarak LLC testi (Levin, Lin and Chu, 2002; Levin and Lin, 1992; 1993), IPS testi (Web 41, 2003) ve Hadri LM test (Hadri, 2000), Maddala ve Wu (1999), Harris ve Tzavalis (1999), Breitung (2000) ve Harris ve Sollis (2003) testleri verilebilir. Bu testlerin ayırt edici özellikleri, testlerin dengeli panel verilerin analizinde kullanılmasıdır. Veriler dengesiz olarak sıralanmışsa LLC testi ve Augmented Dickey-Fuller metodolojisi baz alınarak hazırlanan Fisher birim kök testleri tercih edilmektedir. Çalışma kapsamında da verilerin özelliklerine göre LLC ve Fisher ADF birim kök testleri kullanılmış ve sonuçlar rapor edilmiştir.

Panel veri analizi daha geniş veri seti ile çalışma imkânı sunmasının yanında, gözlemlenemeyen değişkenlerin bağımsız değişkenlerle ilişkili olmasına izin vermekte, daha yüksek serbestlik derecesi sağlayabilmekte ve heterojenliği daha doğru analiz edebilme olanağı sunmaktadır. Genel şekliyle doğrusal panel veri modeli aşağıdaki gibidir:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \dots + \alpha_i + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, t \quad (1)$$

Modelde; y_{it} bağımlı değişkeni, x_{it} bağımsız değişkenleri, β katsayıları parametreleri, α_i zamanda-sabit bireysel gözlenemeyen etkileri, i kesit birimini, t zaman dönemini, u_{it} ise hata terimini ifade etmektedir.

Çalışmada, panel veri tahmin edici metodu olarak statik doğrusal panel veri yöntemleri kullanılmıştır. Bu metotlar; Sabit Etkiler Yöntemi ve Tesadüfi Etkiler Yöntemi'dir. Ayrıca, analizde Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler yöntemlerinden hangisinin daha tutarlı olduğunu tespit eden Hausman Testi sonuçlarına da yer verilmiştir.

Sabit Etkiler yönteminde, sabit etkiler tahmin edicisi, zaman içinde sabit bireysel gözlenemeyen etkiler (α_i) ile bağımsız değişkenlerin ilişkili olmasına izin vermektedir. (2) numaralı eşitlikte, tek yönlü gözlenemeyen bileşenler modeli (3) numaralı eşitlikte ise tek yönlü gözlenemeyen bileşenler modelinin zamana göre ortalamasının alınması ile elde edilen model gösterilmektedir.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + \alpha_i + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, t \quad (2)$$

$$\bar{y}_i = \beta_1 \bar{x}_i + \alpha_i + \bar{u}_i, \quad t = 1, 2, \dots, t \quad (3)$$

Bu iki denklemin birbirinden çıkartılması ile (4) numaralı eşitlik, yani grup-içi dönüştürme (within transformation) elde edilmiştir. (5) numaralı eşitlik, (4) numaralı eşitliğin fark operatörlü gösterimidir.

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta_1(x_{it} - \bar{x}_i) + (u_{it} - \bar{u}_i), i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, t \quad (4)$$

$$\dot{y}_{it} = \beta_1 \dot{x}_{it} + \dot{u}_{it}, i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, t \quad (5)$$

Modele Havuzlanmış En Küçük Kareler (POLS) tahmin yöntemi uygulanırsa, sabit etkiler tahmincisi kullanılmamaktadır (Wooldridge, 2010).

Tesadüfi Etkiler yönteminde, zaman içinde sabit bireysel gözlenemeyen etkilerin, tüm açıklayıcı değişkenler ile bütün zaman periyotlarında ilişkisiz olduğu varsayılmaktadır. Bu yöntemde, hata teriminin otokorelasyon içermesi nedeniyle Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Generalized least squares-GLS-) tahmin yöntemi kullanılmaktadır. Genelleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemiyle standart hatalar, t ve F istatistikleri yeniden geçerlilik kazanmaktadır. (6) numaralı eşitlikte, Genelleştirilmiş En Küçük Kareler dönüştürmesi yapılmış model gösterilmektedir.

$$y_{it} - \theta \bar{y}_i = \beta_1(x_{it} - \theta \bar{x}_i)^T + (v_{it} - \theta \bar{v}_i) \quad (6)$$

Eşitlikte y_{it} bağımlı değişkeni, θ GLS dönüştürmesinde kullanılan katsayıyı, x_{it} bağımsız (açıklayıcı) değişkeni, v_{it} dönüşüme uğramış hata payını ($v_{it} = \alpha_i + u_{it}$) ve \bar{y}_i , \bar{x}_i , \bar{v}_i değişkenlerin zamana göre ortalamasını ifade etmektedir. Tesadüfi Etkiler tahmincisi, (6) numaralı eşitlikte görüldüğü gibi zaman ortalamalarının sadece θ kadarını değişkenlerden çıkarmakta ve Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler ile elde edilen tahminine Havuzlanmış En Küçük Kareler tekniği uygulanmaktadır (Baltagi, 2005).

Sabit ve tesadüfi etkiler arasındaki ana farklılık, zaman içinde sabit bireysel etkilerin bağımsız değişkenlerle olan ilişkisinden kaynaklanmaktadır. Sabit etkiler modeli zaman içinde sabit bireysel etkilerin bağımsız değişkenlerle olan ilişkisine izin verirken, tesadüfi etkiler modeli zaman içinde sabit bireysel etkilerin bağımsız değişkenlerle olan ilişkisine izin vermemektedir. Modelde hangi yöntemin daha tutarlı sonuçlar verdiğini, istatistiksel olarak iki yöntemin tahmincileri arasındaki

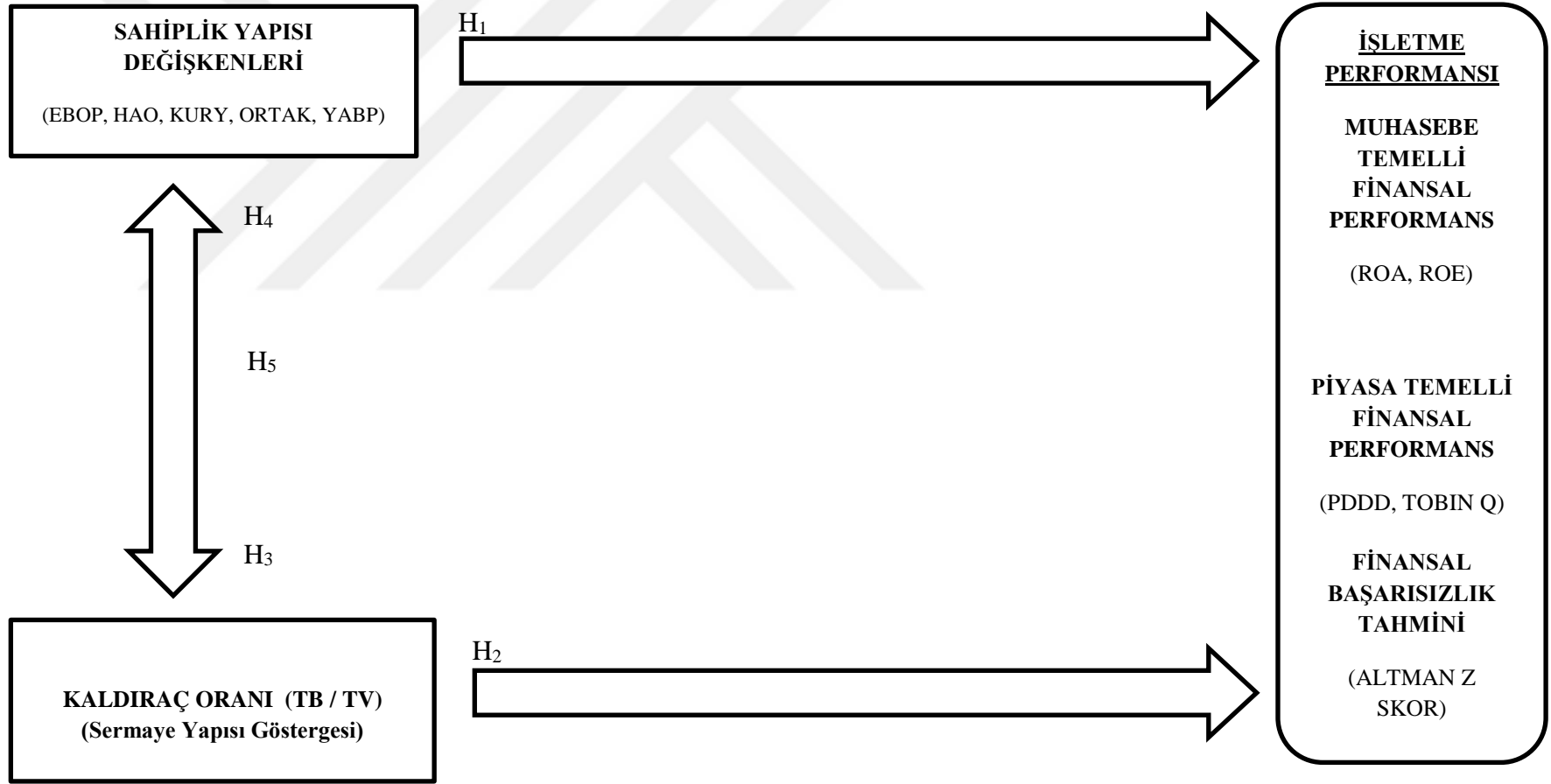
farkın anlamlı olup olmadığını kontrol ederek saptayan Hausman Testi sonucu belirlemektedir. Buna göre test istatistiği aşağıdaki gibidir:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})^T [Avar(\hat{\beta}_{FE}) - Avar(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \quad (7)$$

$\hat{\beta}_{FE}$ sabit etkiler tahmincisini, $\hat{\beta}_{RE}$ rassal etkiler tahmincisini ve $Avar$ bunların asimptotik varyansını göstermektedir. k serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımı sergileyen Hausman Testinin (H_0) hipotezi, tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğu yönündeki iddiayı içermektedir (Greene, 2003). Test istatistiğinin kuyruk olasılığının (p-değeri) Tip I hata toleransından (örneğin, 5 %) küçük olması durumunda H_0 'ın reddedilecek olup, Sabit Etkiler yönteminin tercih edilmesi gerektiğine karar verilir.

6.7. Araştırmanın Modeli ve Hipotezler

Bu çalışmanın kapsamı ve amacı doğrultusunda aşağıda yer alan modeller geliştirilmiş olup, sermaye ve sahiplik yapısının işletme performansı üzerindeki etkisi ile sermaye ve sahiplik yapısı arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi araştırılmaya çalışılmıştır.



Şekil 6. 7. 1: Araştırma Modeli

Çalışmada test edilecek temel hipotezler, literatür doğrultusunda belirlenen 5 ana hipoteze bağlı olarak aşağıda yer aldığı şekliyle geliştirilmiştir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde geliştirilen modellerle sermaye ve sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin işletme performans göstergeleri üzerindeki etkisi ile sahiplik ve sermaye yapısı arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi bu ana hipotezler doğrultusunda test edilmektedir.

H₁: Sahiplik yapısı, işletmenin finansal performansını istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilemektedir.

Destekleyici Hipotezler:

- a) İşletmenin en büyük ortağının payı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- b) İşletmenin halka açıklık oranı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- c) İşletmenin kurumsal yatırımcı oranı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- d) İşletmenin ortak sayısı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- e) İşletmenin yabancı payı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- f) İşletmenin yaşı işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- g) İşletmenin aktif büyüklüğü, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.

H₂: Sermaye yapısı, işletmenin finansal performansını istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilemektedir.

Destekleyici Hipotezler:

- a) İşletmenin kaldıraç oranı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.
- b) İşletmenin borç dışı vergi kalkanı oranı, işletmenin finansal performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir.

H₃: Sahiplik yapısı, işletmenin sermaye yapısının bir nedenselidir.

H₄: Sermaye yapısı, işletmenin sahiplik yapısının bir nedenselidir.

H₅: Sermaye yapısı ile işletmenin sahiplik yapısı arasında iki yönlü bir eşbütünsellik ilişkisi söz konusudur.

Çalışmada sahiplik yapısını ilgilendiren beş değişkeninin (EBOP, HAO, KURY, ORTAK, YABP) bağımsız değişkenler olarak kullanıldıkları, finansal performans değişkenlerinin (PDDD, ROA, ROE, TOBİN Q, ZSKOR) her birinin ayrı ayrı bağımlı değişken olarak yer aldıkları 5 farklı model tasarımı oluşturulmuştur. Ayrıca her model tasarımı için kontrol değişkeninin yer almadığı bir adet ve kontrol değişkenlerinin (VALOG, YAŞ) ayrı ayrı yer aldıkları 2 adet ve kolektif yer aldıkları 1 adet model olmak üzere toplamda 20 model kurulmuştur (Bkz. Tablo 6. 7. 1).

Tablo 6. 7. 1: Sahiplik Yapısının Bağımsız Değişken Olduğu Modeller

DEĞİŞKEN		MODEL I				MODEL II				MODEL III				MODEL IV				MODEL V			
		A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
BAĞIMLI	PDDD	+	+	+	+																
	ROA					+	+	+	+												
	ROE									+	+	+	+								
	TOBİN Q													+	+	+	+				
	ZSKOR																	+	+	+	+
BAĞIMSIZ	EBBOP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	EBOP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	EBUOP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	HAO	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	KURY	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	ORTAK	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	YABP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
KONTROL	VALOG		+		+		+		+		+		+		+		+		+		+
	YAS			+	+			+	+			+	+			+	+			+	+

Çalışmanın ikinci aşamasında ise; sermaye yapısı değişkeninin (TBTV) açıklayıcı değişken ve her bir finansal performans değişkeninin açıklanan değişken olarak yer aldığı 5 model tasarımı ve her model tasarımında, kontrol değişkeninin (BDVK) yer aldığı ve almadığı iki ayrı model üretilmiştir. Nihayetinde, 10 farklı model kurulmuştur (Tablo 6. 7. 2).

Tablo 6. 7. 2: Sermaye Yapısının Bağımsız Değişken Olduğu Modeller

DEĞİŞKEN		MODEL VI		MODEL VII		MODEL VIII		MODEL IX		MODEL X	
		A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
BAĞIMLI	PDDD	+	+								
	ROA			+	+						
	ROE					+	+				
	TOBIN							+	+		
	ZSKOR									+	+
BAĞIMSIZ	TBTV	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
KONTROL	BDVK		+		+		+		+		+

Çalışmada üçüncü olarak sermaye yapısı değişkenleri (TBTV ve BDVK) ve sahiplik yapılarının karşılıklı olarak bağımsız-bağımlı değişken olarak kullanılacağı Granger nedensellik analizi ve eşbütünleşme testi yapılmıştır.

Zaman serileri kullanılarak yapılan analiz ve modellemeler açısından en önemli konulardan biri durağanlık varsayımdır. Bu nedenle, tüm istatistikî çıkarımlar serilerin durağan oldukları öngörüsü üzerine oturtulur. Eğer seri durağan değil ise, analiz ve modelleme aşamasına geçilmeden önce serilerin bir şekilde durağanlaştırılmaları istenir (Akdi, 2010). Hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada içeren panel veri analizlerinde, bütün zaman serileri analizlerinde olduğu gibi, değişkenler arasında sahte ilişki tespitlerinin engellenebilmesi açısından değişken serilerinin aynı seviyede durağan olmaları gerekmektedir. Durağanlık incelenmesinin iki şekilde yapılması önerilmektedir. Çalışmamızda, ortak birim kök süreci incelemesi Levin, Lin ve Chu (2002) testi yardımıyla yapılırken, kesitlerin bireysel durağanlık sınamalarında Fisher ADF (1979) testi kullanılmıştır. Eşbütünleşme testi için Engle-Granger bazlı Kao test tekniği ve nedensellik araştırmasında Panel Granger Nedensellik Analizi'ne başvurulmuştur. Diğer yandan, panel veri modellerinde statik ve sabiti değişken modelleme yaklaşımı esas alınmıştır. OLS ve sabit etkili panel modellerin geçerlilik testinde Model F istatistiği dikkate alınmış olup, tesadüfi modellerde Model Wald istatistiği göz önünde bulundurulmuştur.

6.8. Ampirik Bulgular ve Değerlendirmeler

Analiz ve model bulgularına ilişkin sunum ve değerlendirmeler, hizmet ve sınai endeksi işletmeleri için ayrı başlıklar altında sunulmuştur.

6.8.1. Hizmet Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulgular ve Değerlendirmeler

Tablo 6.7’de hizmet endeksi işletmeleri için kullanılan değişken serilerine ait temel betimsel istatistikler yer alırken, EK 2’de söz konusu serilerin genel, kesit ve zaman boyutları esas alınarak hesaplanmış temel betimsel istatistiklerin çıktısına yer verilmiştir. Jarque–Bera testine göre tüm değişken serilerinin 5 % anlamlılık düzeyinde normal dağılmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Bu tespitten sonra, değişken serilerinin durağanlık sınamaları gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla; söz konusu seriler için LLC ve Fisher ADF test istatistikleri ve kuyruk olasılıkları hesaplanmıştır (Tablo 6.8). Uygun gecikme uzunluğunun SIC kriterine göre otomatik olarak belirlenmesi sağlanmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 1: Hizmet Endeksi Serilerinin Betimsel İstatistikleri

Değişken	Ortalama	Ortanca	Maksimum	Minimum	St.Sapma	Çarpıklık	Basıklık	Jarque-Bera	Olasılık
ZSKOR	-2.644	0.330	15.080	-198.920	16.756	-7.462	77.070	64227.150	0.000
YAS	29.367	25.000	62.000	7.000	14.115	0.674	2.314	25.724	0.000
YABP	0.069	0.020	0.956	0.000	0.142	3.982	20.912	4323.166	0.000
VALOG	20.018	19.822	24.185	16.051	1.809	0.181	2.391	5.637	0.060
TOBIN	1.608	1.218	11.710	0.324	1.417	3.877	21.250	4423.085	0.000
TBTV	0.552	0.560	2.357	0.016	0.295	1.005	7.868	312.055	0.000
ROE	-0.008	0.055	10.910	-19.870	1.431	-8.333	151.288	250504.300	0.000
ROA	0.023	0.020	0.583	-0.552	0.145	0.279	7.181	200.143	0.000
PDDD	2.688	1.484	48.921	0.000	4.256	5.990	56.161	33407.670	0.000
ORTAK	1.441	1.000	4.000	0.000	0.824	0.230	2.910	2.469	0.291
KURY	0.294	0.212	0.979	0.000	0.258	1.170	3.359	63.071	0.000
HAO	0.346	0.280	1.000	0.020	0.226	0.862	3.289	34.394	0.000
EBUOP	0.618	0.674	0.981	0.009	0.253	-0.563	2.355	18.939	0.000
EBOP	0.493	0.491	0.979	0.073	0.252	0.204	1.953	14.206	0.001
EBBOP	0.657	0.736	0.982	0.011	0.242	-0.790	2.768	28.708	0.000
BDVK	0.031	0.022	0.178	0.000	0.030	2.105	8.636	556.742	0.000

Birim kök testi sonuçları dikkate alındığında, LLC test istatistiklerinin tüm değişkenler için seviye değerlerinde ve 5 % önem düzeyinde anlamlı çıkmış olmaları, bu seriler için ortak birim kökün var olduğu yönündeki H_0 hipotezinin

reddedildiği ve durağanlığın söz konusu olduğu anlaşılmaktadır. Kesitlerin bireysel durağanlıklarını dikkate alan Fisher ADF testinde de sadece tüm değişken serilerinin birim kök içermedikleri (bireysel birim kök içirme yönündeki H_0 hipotezi ret edilmekte) ve seviye değerlerinde durağan kabul edilebilecekleri anlaşılmıştır. Sadece karşılaştırma yapmak amacıyla, tüm değişkenlerin birincil fark serileri için de durağanlık testleri yapılmış ve tüm birincil fark serilerinin esas alınan kriterlere göre durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır. LLC ve ADF testlerinin öngörülleri doğrultusunda takip eden analiz ve modelleme aşamalarında tüm değişkenlerin seviye değerlerinden oluşan orijinal serilerin kullanılmasına karar verilmiştir. Diğer yandan, YAŞ serisi fark alındığında anlamını yitirdiğinden durağanlık sınaması dışında tutulmuş ve modellere orijinal haliyle dahil edilmiştir.

Tablo 6. 5. 1. 2: Hizmet Endeksi Serilerinin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye (Level) Düzeyi		Birincil Fark Serileri	
	LLC	Fisher ADF	LLC	Fisher ADF
ZSKOR	-5,00 (0,000)	82,58 (0,028)	-21,27 (0,000)	240,78 (0,000)
YAS	*	*	*	*
YABP	-121,21 (0,000)	135,43 (0,000)	-98,64 (0,000)	240,68 (0,000)
VALOG	-8,00 (0,000)	81,22 (0,044)	-15,20 (0,000)	148,70 (0,000)
TOBIN	-16,81 (0,000)	162,63 (0,000)	-24,69 (0,000)	235,42 (0,000)
TBTV	-3,75 (0,000)	82,20 (0,038)	-11,71 (0,000)	141,07 (0,000)
ROE	-10,15 (0,000)	133,32 (0,000)	-17,56 (0,000)	194,29 (0,000)
ROA	-11,12 (0,000)	129,46 (0,000)	-32,18 (0,000)	201,96 (0,000)
PDDD	-13,53 (0,000)	136,90 (0,000)	-20,95 (0,000)	213,76 (0,000)
ORTAK	-17,39 (0,000)	97,51 (0,000)	-50,18 (0,000)	141,69 (0,000)
KURY	-7,66 (0,000)	88,51 (0,014)	-26,50 (0,000)	194,88 (0,000)
HAO	-8,41 (0,000)	85,14 (0,007)	-14,01 (0,000)	107,19 (0,000)
EBUOP	-754,40 (0,000)	254,08 (0,000)	-909,44 (0,000)	299,85 (0,000)
EBOP	-1,65 (0,043)	68,78 (0,003)	-3,86 (0,000)	124,49 (0,000)
EBBOP	-1016,30 (0,000)	287,36 (0,000)	-780,94 (0,000)	286,22 (0,000)
BDVK	-16,35 (0,000)	145,10 (0,000)	-14,08 (0,000)	145,82 (0,000)

Panel veri regresyon modellemeleri öncesi çoklu bağlantı probleminin incelenmesi amacıyla değişkenler arası korelasyon ve VIF (variance inflation factor) incelenmiştir. Bağımsız değişkenler arasındaki basit (ikili) korelasyonların 0,71 ve üzeri olması yüksek ilişkinin göstergesi olarak yorumlanabilmektedir. Korelasyonun

0,90'ın üzerinde olması çoklu bağlantının işaretidir. Korelasyon katsayısının 0,70'in üzerinde olması durumunda da her model için ayrı olmak üzere varyans artış faktörlerinin (VIF) incelenmesi gerekmektedir. Kural olarak VIF'in 10'a eşit veya daha büyük olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı söz konusu olacaktır. Bu durumdaki değişken çiftlerinden birinin veya her ikisinin birden modelden çıkarılması gerekmektedir (Çokluk, Şekercioğlu, Büyüköztürk, 2010). Korelasyon matrisi Tablo 6. 8. 1. 3'de verilmiş olup, VIF istatistikleri Tablo 6. 8. 1. 4'de sunulmuşlardır.

Korelasyon katsayılarından da anlaşılacağı üzere, EBUOP ve EBBOP bağımsız değişkenleri arasında ve ayrıca bu değişkenlerle diğer bazı model değişkenleri arasında güçlü ve pozitif bir doğrusal ilişki tespit edilmiştir. Bu nedenle, çoklu doğrusal bağlantı sorunu yaşamamak adına söz konusu değişkenlerin analiz ve modellere dahil edilmemelerine karar verilmiştir.

Tablo 6. 8. 1. 3: Hizmet Endeksi Serileri Korelasyon Matrisi

Değişken	ZSKOR	YABP	VALOG	TOBIN	TBTV	ROE	ROA	PDDD	ORTAK	KURY	HAO	EBUOP	EBOP	EBBOP	BDVK	YAS
ZSKOR	1.000	-0.246	0.025	0.117	-0.408	0.317	0.511	-0.272	-0.073	-0.083	0.025	-0.069	-0.019	-0.070	-0.092	0.013
YABP	-0.246	1.000	0.167	0.028	0.148	0.000	-0.079	0.178	0.172	0.411	0.021	0.043	-0.065	0.060	0.125	0.127
VALOG	0.025	0.167	1.000	-0.043	0.193	0.013	0.159	-0.006	0.072	-0.004	-0.363	0.364	0.283	0.373	0.185	0.175
TOBIN	0.117	0.028	-0.043	1.000	-0.036	0.080	0.399	0.528	-0.038	-0.089	-0.080	-0.047	0.097	-0.047	0.188	-0.280
TBTV	-0.408	0.148	0.193	-0.036	1.000	-0.107	-0.452	0.129	0.200	0.113	-0.114	0.171	0.074	0.175	0.350	0.174
ROE	0.317	0.000	0.013	0.080	-0.107	1.000	0.266	0.029	-0.028	0.084	0.013	-0.032	0.011	-0.029	0.028	0.024
ROA	0.511	-0.079	0.159	0.399	-0.452	0.266	1.000	0.181	-0.041	-0.093	-0.105	-0.033	0.108	-0.029	-0.190	-0.083
PDDD	-0.272	0.178	-0.006	0.528	0.129	0.029	0.181	1.000	0.038	0.086	-0.019	-0.022	0.003	-0.007	0.120	-0.069
ORTAK	-0.073	0.172	0.072	-0.038	0.200	-0.028	-0.041	0.038	1.000	-0.005	-0.016	0.301	-0.274	0.358	0.119	-0.102
KURY	-0.083	0.411	-0.004	-0.089	0.113	0.084	-0.093	0.086	-0.005	1.000	-0.224	0.230	0.286	0.213	-0.159	0.212
HAO	0.025	0.021	-0.363	-0.080	-0.114	0.013	-0.105	-0.019	-0.016	-0.224	1.000	-0.750	-0.604	-0.628	-0.089	-0.012
EBUOP	-0.069	0.043	0.364	-0.047	0.171	-0.032	-0.033	-0.022	0.301	0.230	-0.750	1.000	0.669	0.991	0.024	0.046
EBOP	-0.019	-0.065	0.283	0.097	0.074	0.011	0.108	0.003	-0.274	0.286	-0.604	0.669	1.000	0.613	0.023	0.089
EBBOP	-0.070	0.060	0.373	-0.047	0.175	-0.029	-0.029	-0.007	0.358	0.213	-0.628	0.991	0.613	1.000	0.032	0.068
BDVK	-0.092	0.125	0.185	0.188	0.350	0.028	-0.190	0.120	0.119	-0.159	-0.089	0.024	0.023	0.032	1.000	0.015
YAS	0.013	0.127	0.175	-0.280	0.174	0.024	-0.083	-0.069	-0.102	0.212	-0.012	0.046	0.089	0.068	0.015	1.000

Aşağıda yer alan VIF değerleri de bu kararımızın doğruluğunu destekler niteliktedir. EBBOP ve EBUOP değişkenlerine ait VIF değerleri, 10'un çok üzerinde hesaplanmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 4: Hizmet Endeksi Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri VIF İstatistikleri

Bağımsız Değişken	CENTERED VIF (Bağımlı Değişken: ROA, ROE, TOBIN, ZSKOR, PDDD)
YAS	1.236
YABP	1.431
VALOG	1.376
TBTV	1.275
ORTAK	2.294
KURY	1.622
HAO	2.406
EBOP	4.617
EBBOP	87.203
EBUOP	93.250
BDVK	1.292

Panel veri modelleri oluşturulurken sıkça karşılaşılan bir sorun olan hata terimlerinin değişen varyanslı olması ve otokorelasyon içermesi durumlarının test edilmesi amacıyla kullanılan istatistiki yöntemler sırasıyla Wald, LR ve Wooldridge testleridir (Greene, 2003). Zaman serilerinin sadece 9 dönemi kapsıyor olmaları nedeniyle, seri otokorelasyon testlerinin yapılmasına gerek duyulmamıştır. Ayrıca kesitler arası bağımlılık testinde Pesaran CD yönteminden yararlanılmıştır. Varsayımların karşılanamaması halinde, modellerde, tedbir olarak dirençli (robust) tahmincilerin kullanılması sağlanmıştır.

Değişen varyans sorunuyla karşılaşıldığında sabit etkili modellerde standart hataların düzeltilmesi White'ın Diagonal Kovaryans Katsayılar yöntemi (White (Diagonal)) ile sağlanmış ve Yatay Kesit Ağırlıklı GLS (Cross-section weights GLS) uygulanmıştır. Tesadüfi modellerde standart hataların düzeltilmesi White'ın yatay kesit kovaryans katsayılar yöntemi ile sağlanmış ve Swamy-Arora ağırlıklandırılmış GLS uygulanmıştır (Kyriazis and Anastassis, 2007).

Panel veri regresyon tahminlerinde, tahminlerin hangi tahmin yöntemi (sabit veya tesadüfi etkili) kullanılarak yapılacağı konusunda Hausman testinden faydalanılmıştır. Hausman testi metodu, sabit ve tesadüfi etkili modeller arasında bir seçim yapılması gerektiğinde, modellerden hangisinin tercih edilmesine ilişkin karar vermek için kullanılan bir test metodudur (Greene, 2003). Hausman testinde elde edilen X^2 istatistiğine göre hangi model uygulanacağına karar verilmiştir.

6.8.1.1. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Modelleri

Bu bölümde hizmet endeksi kapsamındaki 30 işletmeye ait veriler kullanılarak gerçekleştirilen analiz ve modellemelerin sonuçları yer almaktadır.

6.8.1.1.1. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model I Tasarımına Ait Sonuçlar

Model I tasarımlarında öncelikle kontrol değişkenleri olmaksızın, sahiplik yapısı ile ilişkilendirilen 5 bağımsız değişkenin yer aldığı ve PDDD değişkeninin açıklandığı modelin yanı sıra (MODEL 1A), kontrol değişkenlerinin ayrı ayrı yer aldıkları MODEL 1B ve MODEL 1C ile iki kontrol değişkenine de yer verilen MODEL 1D oluşturulmuş ve bulgular yorumlanmıştır.

Model I tasarımı kapsamında yer alan 4 ayrı modele ait Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS – Panel ve Sabit-Tesadüfi Model sınamalarına ilişkin sonuçlar EK ‘de sunulmuştur. Model sınamalarına ait özet sonuçlar aşağıdaki tabloda da verilmiştir. Hausman testinde; MODEL IA ve MODEL IB için tesadüfi etki modellerinin üstünlüğünü öngören H_0 hipotezi ret edilirken, MODEL IC ve MODEL ID için H_0 hipotezi ret edilememektedir. Tüm Breusch – Pagan LM testi sonuçlarında OLS’nin üstünlüğüne işaret eden H_0 hipotezleri ret edilmektedir. Ayrıca F testi sonuçları, beklendiği üzere, tüm denemelerde sabit etki modellerin OLS’ye kıyasla daha başarılı olduğuna hükmetmektedir. Bu sonuçlara göre, MODEL IA ve MODEL IB’de sabit etkili modellerin tesadüfi etkili panel ve OLS modellerine göre daha üstün kabul edilebileceği görülürken MODEL IC ve MODEL ID için tesadüfi etkili modeller ön plana çıkmaktadır.

Tablo 6. 8. 1. 1. 1: MODEL I - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL I	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	12,88 (0,025)	94,79 (0,000)	5,90 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	13,85 (0,031)	91,98 (0,000)	5,86 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
C	11,61 (0,071)	92,95 (0,000)	5,75 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
D	12,38 (0,089)	91,32 (0,000)	5,73 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL

Model yorumlamalarında en iyi olduğu tespit edilen modellerin sonuçları özetlenmiş ve değerlendirilmiştir. Takip eden tabloda, Model I tasarımlarında en iyi model olma özelliği taşıyan sabit ve tesadüfi etkili modellerin özet sonuçları ve varsayım testlerine yer verilmiştir. Tüm modeller, 5 % anlamlılık düzeyinde genel geçerlilik arz etmektedirler. Her modelde, KURY değişkeninin etkisi, pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Kontrol değişkenlerine yer verilmeyen MODEL IA içerisinde KURY, ORTAK, HAO ve EBOP değişkenlerinin en az 10 % seviyesinde anlamlı bir etkiye sahip oldukları anlaşılmaktadır. Kontrol değişkenleri modele eklendikçe, söz konusu bağımsız değişkenlerin anlamlılıklarında azalma meydana gelmiştir. Kontrol değişkenleri modelde önemli bulunmamışlardır. Sabit etki modellerinde model sabitinin zamana bağlı olarak değişmediği, ancak gözlem birimine bağlı olarak değişim gösterdiği anlaşılmıştır. Diğer yandan, tesadüfi etki modellerinin kendi aralarında eşdeğer tahmin gücü sergiledikleri söylenebilir. Buna karşın, tüm modellerde değişen varyans ve kesitler arası bağlantı sorununun yaşandığı göze çarpmaktadır. Bu noktada, dirençli tahmincilerin kullanılmış olması isabetli bir tercih olmuştur.

Tablo 6. 8. 1. 1. 2: Hizmet Endeksi MODEL I Sonuçları

Bağımlı Değişken: PDDD		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL IA Sabit Etkili Model	MODEL IB Sabit Etkili Model	MODEL IC Tesadüfi Etkili Model	MODEL ID Tesadüfi Etkili Model
C		-3,685*** (0,091)	1,671 (0,860)	0,398 (0,845)	0,140 (0,980)
Bağımsız	ORTAK	-0,143 (0,696)	-0,119 (0,748)	0,007 (0,983)	0,005 (0,989)
	KURY	4,772* (0,001)	4,726* (0,001)	3,332** (0,011)	3,364** (0,012)
	HAO	4,264*** (0,064)	3,829 (0,114)	2,055 (0,301)	2,102 (0,307)
	EBOP	7,211** (0,014)	7,685** (0,012)	2,952 (0,174)	2,981 (0,177)
	YABP	2,108 (0,438)	2,204 (0,419)	2,479 (0,301)	2,450 (0,313)
Kontrol	YAS	---	---	-0,353 (0,306)	-0,357 (0,323)
	VALOG	---	-0,273 (0,561)	---	0,012 (0,967)
MODEL F ist.		4,39* (0,000)	3,70* (0,002)	---	---
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		5,90* (0,000)	5,86* (0,000)	---	--
MODELWald Ki-Kare ist.		---	---	14,32** (0,026)	14,37** (0,045)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		1,68 (0,1044)	1,68 (0,1032)	---	---
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		7,33* (0,000)	11,29* (0,000)	11,71 * (0,000)	11,61* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		Wald: 14000,0* (0,000)	Wald: 18684,3* (0,000)	LR: 54,47* (0,000)	LR: 54,24* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,085 Gruplar Arası: 0,005 Genel: 0,005	Grup İçi: 0,087 Gruplar Arası: 0,004 Genel: 0,0045	Grup İçi: 0,075 Gruplar Arası: 0,009 Genel: 0,0179	Grup İçi: 0,076 Gruplar Arası: 0,008 Genel: 0,0177
Rho		0,499	0,507	0,361	0,366

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.1.2. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model II Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Model II tasarımlarında bağımlı değişken olarak ROA alınırken, önceki diğer tasarımlarda olduğu gibi kontrol değişkenlerinin yer almadığı A tipi, ayrı ayrı yer aldıkları B ve C model tipleri ile birlikte yer aldıkları D tipi model üretilmiştir. Model II model tasarımlarına ilişkin Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin sonuçlar EK 'de yer almaktadır. Model karşılaştırmalarına ait özet sonuçlar ise Tablo 6. 8. 1. 1. 2. 1'deki gibidir. Sonuçlar ışığında, kontrol değişkenlerinin yer almadığı A tipi modellerde, panel modellerin OLS'ye üstün oldukları, panel modelleri içerisinde ise tesadüfi etki

modelinin daha başarılı olduğu görülmektedir. VALOG değişkeninin yer aldığı B tipi modeller için de aynı yargılara ulaşılmıştır. Ancak YAS değişkeninin tek başına yer aldığı C tipi modeller ile kontrol değişkenlerinin birlikte yer aldığı D tipi modellerde, panel modeller OLS'ye kıyasla daha başarılı olurlarken, panel modeller içerisinde sabit etkili model ön plana çıkmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 1. 2. 1: MODEL II - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL II	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	1,81 (0,875)	28,48 (0,000)	2,88 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	11,99 (0,062)	20,54 (0,000)	3,03 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
C	20,24 (0,003)	29,55 (0,000)	3,78 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
D	22,60 (0,002)	20,69 (0,000)	3,52 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 1. 1. 2. 2' de, en iyi model seçilen tasarımların özet sonuçlarına yer verilmiştir. YAS kontrol değişkeninin tek olarak ya da diğer kontrol değişkeniyle birlikte kapsandığı modeller (MODEL IIC ve MODEL IID) genel olarak geçerli kabul edilirken, diğer modellerin (tesadüfi etkili modeller) genel geçerlilik testini geçemedikleri görülmüştür. Geçerli bulunan sabit etkili modellerde, sadece YAS değişkeni için anlamlı ve negatif bir etki öngörülmektedir. Bu durum, işletmelerin zamana bağlı olarak gerçekleştirdikleri aktif büyümelerini yeterli kâr artışlarıyla destekleyemedikleri şeklinde yorumlanabilir. Tüm modellerde değişen varyans ve kesitler arası bağlantı sorunlarının varlığına hükmedilmiştir. Sabit etki modellerinde, model sabitinde kesite ve zamana dayalı anlamlı farklılıklar öngörülmüştür.

Tablo 6. 8. 1. 1. 2. 2: Hizmet Endeksi MODEL II Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROA		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL IIA Tesadüfi Etkili Model	MODEL IIB Tesadüfi Etkili Model	MODEL IIC Sabit Etkili Model	MODEL IID Sabit Etkili Model
C		0,026 (0,678)	-0,047 (0,784)	0,416* (0,001)	0,317 (0,422)
Bağımsız	ORTAK	0,00004 (0,997)	-0,001 (0,968)	0,144 (0,298)	0,014 (0,296)
	KURY	-0,036 (0,445)	-0,329 (0,482)	-0,007 (0,891)	-0,067 (0,900)
	HAO	-0,039 (0,570)	-0,032 (0,652)	-0,106 (0,220)	-0,099 (0,265)
	EBOP	0,052 (0,468)	0,046 (0,516)	0,133 (0,225)	0,126 (0,263)
	YABP	-0,065 (0,435)	-0,070 (0,402)	-0,075 (0,457)	-0,075 (0,456)
Kontrol	YAS	---	---	-0,015* (0,000)	-0,156* (0,000)
	VALOG	---	0,004 (0,648)	---	0,006 (0,792)
MODEL F ist.		---	---	4,09* (0,006)	3,51* (0,001)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		---	---	3,78* (0,000)	3,52* (0,000)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		4,79 (0,442)	5,04 (0,539)	---	---
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	---	4,18* (0,003)	4,34* (0,002)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		5,15* (0,000)	5,72* (0,000)	3,36* (0,001)	5,68* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 18,14* (0,000)	LR: 14,17* (0,000)	Wald: 6796,4* (0,000)	Wald: 8480,7* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,012 Gruplar Arası: 0,067 Genel: 0,027	Grup İçi: 0,008 Gruplar Arası: 0,120 Genel: 0,037	Grup İçi: 0,095 Gruplar Arası: 0,016 Genel: 0,012	Grup İçi: 0,095 Gruplar Arası: 0,020 Genel: 0,014
Rho		0,205	0,196	0,752	0,765

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.1.3. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model III Tasarımlarına Ait Sonuçlar

ROE finansal performans değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı bu model tasarımlarında, daha önce olduğu gibi bağımsız ve kontrol değişkenlerinin değişik kombinasyonlarından oluşan 4 model tipi geliştirilmiştir. Söz konusu model tasarımlarına ait OLS, Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin bulgular EK 'de yer almaktadır. Model karşılaştırmalarını içeren tablo ise aşağıda verilmiştir. Tüm model tiplerinde OLS modelinin üstünlüğü ortaya çıkmıştır. Tesadüfi etkili modellerin sabit etkili modellere kıyasla daha iyi oldukları, ancak tesadüfi etkili modellerin OLS karşısında

yetersiz oldukları anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, model değerlendirmeleri OLS model sonuçları üzerinden yapılmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 1. 3. 1: MODEL III - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL III	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	10,29 (0,067)	0,00 (1,000)	0,74 (0,837)	OLS
B	9,79 (0,134)	0,00 (1,000)	0,72 (0,856)	OLS
C	10,65 (0,099)	0,00 (1,000)	0,73 (0,839)	OLS
D	10,25 (0,174)	0,00 (1,000)	0,72 (0,854)	OLS

Tablo 6.16'daki model sonuçlarına göre; tüm modeller 5 % düzeyinde genel geçerlilik koşulunu sağlamamaktadırlar. Modeldeki tüm değişkenlerin katsayı tahminleri anlamlı bulunmamıştır. OLS modellerinin değişen varyans sorunu içermediği, ancak otokorelasyon sorununun var olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca hata terimleri de normal dağılmamaktadır. Genel itibariyle, model sınamaları ve tahmin güçleri olumsuz çıkmıştır. EK 'te yer alan sabit etkili panel modellerinde KURY değişkeninin pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu öngörülmüştür. Ancak sabit etkili modellerin temel varsayımlarının sağlanamamış olması, OLS modellerini incelemektedir. Sonuçta hem bağımsız hem de kontrol değişkenlerinin ROE performans değişimlerini açıklamada başarılı olamadıkları anlaşılmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 1. 3. 2: Hizmet Endeksi MODEL III Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROE		OLS MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL IIIA	MODEL IIIB	MODEL IIIC	MODEL IIID
C		-0,176 (0,642)	-0,9148 (0,079)	-0,190 (0,636)	-0,919 (0,086)
Bağımsız	ORTAK	-0,035 (0,458)	-0,041 (0,369)	-0,034 (0,465)	-0,042 (0,357)
	KURY	0,617 (0,417)	0,676 (0,365)	0,612 (0,424)	0,681 (0,364)
	HAO	0,227 (0,600)	0,312 (0,447)	0,224 (0,610)	0,315 (0,434)
	EBOP	-0,022 (0,934)	-0,070 (0,813)	-0,024 (0,927)	-0,069 (0,813)
	YABP	-0,4376 (0,468)	-0,562 (0,355)	-0,442 (0,466)	-0,561 (0,359)
Kontrol	YAS	---	---	0,001 (0,862)	-0,0003 (0,920)
	VALOG	---	0,037 (0,226)	---	0,037 (0,267)
MODEL F ist.		0,53 (0,735)	0,54 (0,781)	0,46 (0,837)	0,46 (0,864)
Değişen Varyans Testi (White)		0,69 (0,838)	0,77 (0,791)	0,64 (0,9182)	0,78 (0,812)
Otokorelasyon Testi (Breusch-Godfrey)		9,65* (0,000)	9,37* (0,000)	9,64* (0,000)	9,32* (0,000)
Hata Terimleri Normallik Testi (Jarque-Bera)		237084,7* (0,000)	241487,8* (0,000)	236919,8* (0,000)	241667,9* (0,000)
Ayarlı R-Kare		-0,008	-0,010	-0,012	-0,014

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

Modellerde HAC dirençli tahminci tekniği kullanılmıştır.

6.8.1.1.4. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model IV Tasarımlarına Ait Sonuçlar

MODEL IV tasarımında bağımlı değişken olarak TOBİN Q performans ölçütü kullanılmıştır. Model tasarımlarına ait Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin bulgular EK 'de yer almakta olup, model karşılaştırmalarını içeren özet sonuçlar Tablo 6. 8. 1. 4. 1'de sunulmuştur. Tüm model tiplerinde, tesadüfi etkili panel modellerinin hem OLS hem de sabit etkili panel modellerine kıyasla daha başarılı ve geçerli oldukları görülmektedir. Ön plana çıkan tesadüfi etki modellerine ait özet sonuçlar ise, Tablo 6. 8. 1. 1. 4. 2'de ayrıca verilmiştir.

Tablo 6. 8. 1. 1. 4. 1: MODEL IV - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL IV	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	5,10 (0,404)	517,24 (0,000)	26,14 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	7,92 (0,244)	513,86 (0,000)	28,19 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
C	3,66 (0,723)	508,63 (0,000)	24,23 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
D	9,90 (0,194)	506,76 (0,000)	25,51 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL

Model IV tasarımlarında kesitler arası bağımlılık ve değişen varyans sorunları göze çarpmaktadır. Bu sorun dirençli tahminci uygulamasıyla aşılmaya çalışılmıştır. Model tipleri içerisinde A tipi model genel geçerlilik arz etmezken, bu modelde KURY ve HAO değişkenleri için 10 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek pozitif etkiler öngörülmüştür. Kontrol değişkenlerinin modele tekli veya kolektif dahil edilmeleri durumunda ise, KURY ve HAO değişkenleri anlamlılıklarını yitirirken, YAS ve VALOG değişkenleri negatif etkileri ile anlamlı kabul edilmişlerdir.

Tablo 6. 8. 1. 1. 4. 2: Hizmet Endeksi MODEL IV Sonuçları

Bağımlı Değişken: TOBİN		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL IVA Tesadüfi Etkili Model	MODEL IVB Tesadüfi Etkili Model	MODEL IVC Tesadüfi Etkili Model	MODEL IVD Tesadüfi Etkili Model
C		0,974** (0,048)	6,967* (0,000)	2,031* (0,000)	6,199* (0,000)
Bağımsız	ORTAK	0,0004 (1,000)	0,030 (0,688)	0,027 (0,724)	0,040 (0,595)
	KURY	0,497*** (0,095)	0,422 (0,147)	0,501*** (0,088)	0,440 (0,130)
	HAO	0,781*** (0,095)	0,280 (0,557)	0,642 (0,165)	0,310 (0,514)
	EBOP	0,421 (0,459)	0,913 (0,110)	0,644 (0,251)	0,933 (0,101)
	YABP	0,152 (0,785)	0,312 (0,566)	0,274 (0,617)	0,350 (0,519)
Kontrol	YAS	---	---	-0,040* (0,001)	-0,025*** (0,075)
	VALOG	---	-0,304* (0,000)	---	-0,232* (0,010)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		6,47 (0,2628)	21,02* (0,002)	17,07* (0,009)	24,14* (0,001)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		18,88* (0,000)	17,31* (0,000)	16,99* (0,000)	18,89* (0,000)
Değişen Varyans Testi (LR Testi)		256,78* (0,000)	266,51* (0,000)	244,56* (0,000)	249,72* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,034 Gruplar Arası: 0,038 Genel: 0,007	Grup İçi: 0,106 Gruplar Arası: 0,000 Genel: 0,003	Grup İçi: 0,062 Gruplar Arası: 0,081 Genel: 0,074	Grup İçi: 0,098 Gruplar Arası: 0,038 Genel: 0,044
Rho		0,756	0,772	0,752	0,767

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.1.5. Hizmet Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model V Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Bu model grubunda bağımlı değişken olarak, Altman'ın Z-Skor denklemi yardımıyla elde edilen ve işletmelerin finansal başarısızlıktan uzaklıklarını tayin eden ZSKOR değişkeni alınmıştır. A, B, C ve D model tipleri benzer şekilde uygun bağımsız ve kontrol değişkeni kombinasyonları ışığında oluşturulmuşlardır. Bahsi geçen modellere ait OLS, Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin bulgulara EK 'de yer verilmiştir. Modellerin mukayesesi ise Tablo 6. 8. 1. 1. 5. 1'deki bulgular doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Model kıyaslama sonuçlarına göre; A tipi modelde tesadüfi etkili panel modeli sabit etkili panel ve OLS modellerine üstün kabul edilirken, diğer tasarımlarda sabit etkili panel modellerin daha geçerli ve başarılı olduklarına hükmedilmiştir. Başarılı bulunan modellerin özet sonuçları Tablo 6. 8. 1. 1. 5. 2'deki gibidir.

Tablo 6. 8. 1. 1. 5. 1: MODEL V - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL V	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	9,11 (0,105)	22,28 (0,000)	2,95 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	12,77 (0,0467)	18,85 (0,000)	2,96 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
C	18,43 (0,005)	21,24 (0,000)	3,32 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
D	18,58 (0,009)	18,49 (0,000)	3,20 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Modellerin özet sonuçlarına göre; tüm modellerin değişen varyans sorununa sahip oldukları belirlenmiştir. Dirençli tahminci kullanımı yardımıyla bu sorunun çözülmesi sağlanmıştır. Tüm modellerin genel geçerlilik sınamaları olumlu sonuçlanmış olup, YABP değişkeninin tüm modellerde performans üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Sahiplik yapısı ile ilgili diğer bağımsız değişkenlere anlamlı bir etki atfedilememektedir. Sabit etkili modellerin tamamında 5 % düzeyinde model sabitinin kesite ve zamana bağlı olarak değişebildiği görülmüştür. Bu nedenle kukla değişkenli LS modellerine (LSDV başvurulmalıdır. Kontrol değişkenlerinin modele dahil edilmeleri model geçerliliklerini olumlu etkilemiştir. VALOG ve YAS değişkenlerinin performans üzerindeki etkileri en az 10 % düzeyinde anlamlı ve ters yönlü bulunmuştur.

Tablo 6. 8. 1. 1. 5. 2: Hizmet Endeksi MODEL V Sonuçları

Bağımlı Değişken: ZSKOR		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL VA Tesadüfi Etkili Model	MODEL VB Sabit Etkili Model	MODEL VC Sabit Etkili Model	MODEL VD Sabit Etkili Model
C		2,350 (0,737)	78,019*** (0,058)	39,699* (0,005)	28,889 (0,528)
Bağımsız	ORTAK	-0,381 (0,789)	0,580 (0,717)	1,200 (0,455)	1,211 (0,452)
	KURY	5,302 (0,310)	8,033 (0,199)	7,945 (0,198)	8,007 (0,196)
	HAO	0,256 (0,974)	-9,012 (0,390)	-8,711 (0,385)	-8,046 (0,439)
	EBOP	-6,189 (0,431)	-13,576 (0,304)	-14,186 (0,265)	-14,933 (0,254)
	YABP	-44,229* (0,000)	-63,703* (0,000)	-62,177* (0,000)	-62,202* (0,000)
Kontrol	YAS	---	---	-1,094* (0,004)	-1,177** (0,021)
	VALOG	---	-3,480*** (0,088)	---	0,667 (0,804)
MODEL F ist.		---	5,94* (0,000)	6,97* (0,000)	5,96* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		---	2,96* (0,000)	3,32* (0,000)	3,20* (0,000)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		24,94* (0,000)	---	---	---
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	2,69* (0,008)	2,27** (0,030)	2,26** (0,031)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		3,61* (0,000)	1,91** (0,056)	8,20* (0,000)	10,87* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 16,28* (0,000)	Wald: 120000* (0,000)	Wald: 24641,7* (0,000)	Wald: 23169,6* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,117 Gruplar Arası: 0,031 Genel: 0,064	Grup İçi: 0,132 Gruplar Arası: 0,001 Genel: 0,027	Grup İçi: 0,152 Gruplar Arası: 0,001 Genel: 0,009	Grup İçi: 0,152 Gruplar Arası: 0,001 Genel: 0,009
Rho		0,177	0,431	0,645	0,662

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.2. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans Modelleri

Bu bölümde, hizmet endeksinde yer alan işletmelerin finansal performans göstergeleri ile sermaye yapısını temsil eden TBTV bağımsız değişkeni ve BDVK kontrol değişkeni arasındaki doğrusal ilişkiyi ortaya koyan regresyon modellerine ait ampirik bulgular yer almaktadır. Bu kapsamda, 5 ayrı finansal performans ölçütünün ayrı ayrı bağımlı değişken olarak yer aldığı ve sadece TBTV değişkenin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı A tipi modellemeler ile TBTV değişkeni ve BDVK kontrol değişkeninin birlikte kapsandığı B tipi modellemeler yapılmıştır. Toplamda, 10 modelin üretimi OLS ve panel regresyon yaklaşımlarıyla gerçekleştirilmiştir.

6.8.1.2.1. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VI Tasarımlarına Ait Sonuçlar

PDDD değişkeninin bağımlı değişken olarak kullanıldığı MODEL VI tasarımı adı altında geliştirilen A ve B tipi modelleriyle ilgili OLS-Panel ve Sabit Etki-Tesadüfi Etki mukayeselerine ilişkin bulgular Tablo 6. 8. 1. 2. 1. 1’de yer almakta olup, panel veri modellerine ait çıktılar EK ’te sunulmuştur.

Karşılaştırmalarda sabit etkili panel regresyon modellerinin OLS ve tesadüfi etkili panel modellerine üstünlüğü tespit edilmiştir. Bu nedenle, model değerlendirmeleri sabit etkili model sonuçlarına dayandırılmıştır (Tablo 6. 8. 1. 2. 1. 2).

Tablo 6. 8. 1. 2. 1. 1: MODEL VI - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VI	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	6,29 (0,012)	84,22 (0,000)	5,06 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	17,25 (0,000)	72,06 (0,000)	5,14 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Sabit etkili panel modellerinin özet sonuçları ışığında, her iki model tipi için de genel geçerlilik sınaması başarısız olmuştur. Sermaye yapısı ve vergi kalkanı değişkenlerinin PDDD üzerinde, 5 % önem düzeyi için, anlamlı bir değişim meydana getirmedikleri söylenebilir. Modellerde değişen varyans, kesitler arası bağımlılık ve zaman/kesite bağlı olarak değişen model sabiti olguları tespit edilmiştir. LSDV modeli daha uygun olabilir.

Tablo 6. 8. 1. 2. 1. 2: Hizmet Endeksi MODEL VI Sonuçları

Bağımlı Değişken: PDDD		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VI-A Sabit Etkili Model	MODEL VI-B Sabit Etkili Model
C		3,267* (0,000)	3,312* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-1,049 (0,346)	0,119 (0,921)
Kontrol	BDVK	---	-22,522*** (0,069)
MODEL F ist.		1,05 (0,306)	2,20 (0,1130)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		5,06* (0,000)	5,14* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		1,79*** (0,081)	1,82*** (0,0744)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		10,79* (0,000)	13,02* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald)		37000* (0,000)	27355,9* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,004 Gruplar Arası: 0,144 Genel: 0,017	Grup İçi: 0,018 Gruplar Arası: 0,160 Genel: 0,013
Rho		0,384	0,411

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.2.2. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VII Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Bu model tasarımlarında, ROA performans değişkeni bağımlı değişken olarak alınmıştır. Tasarıma bağlı A ve B tipi modellerin OLS ve panel regresyon karşılaştırmalarına ait çıkarımlar Tablo 6. 8. 1. 2. 2. 1'deki gibi olmuştur. Modellerin program çıktıları ise EK 'te yer almaktadır. Model kıyasında, A ve B modelleme tiplerinin her ikisi için de sabit etkili panel modelin OLS ve tesadüfi etkili modele baskın olduğu tespit edilmiştir. Sabit etkili modellerin sonuçları Tablo 6. 8. 1. 2. 2. 2'de yer almaktadır.

Tablo 6. 8. 1. 2. 2. 1: MODEL VII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VII	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	41,09 (0,000)	130,10 (0,000)	8,16 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	N/A	144,02 (0,000)	12,56 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL*

* Hausman testinde asimtotik varsayımlar karşılanmadığı için, test sonucu elde edilememiştir. Bu nedenle, genel geçerlilik testi daha güçlü olan panel model tercih edilmiştir.

Aşağıda yer alan model sonuçlarına göre; tüm modeller 1 % düzeyinde bile geçerlilik arz etmektedirler. Modellerde değişken katsayı tahminleri ve model sabitleri yine 1 % düzeyinde anlamlı bulunmuşlardır. TBTV ve BDVK değişkenlerinin ROA performans ölçütü üzerindeki etkileri negatif hesaplanmıştır. Borçlanma arttıkça, kârlılığın azaldığı ve vergi kalkanının etkisinin beklendiği şekilde olmadığı (teoride pozitif etki beklentisi) görülmüştür. Model sabitlerinin işletme bazında değişebildiği, zaman bazında ise B tipi model için değişiklik gösterebileceği anlaşılmıştır. Ayrıca değişen varyans sorunu söz konusu olup, dirençli tahminci kullanımı vasıtasıyla çözüme kavuşturulmuştur.

Tablo 6. 8. 1. 2. 2: Hizmet Endeksi MODEL VII Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROA		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VII-A Sabit Etkili Model	MODEL VII-B Sabit Etkili Model
C		0,240* (0,000)	0,245* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-0,393* (0,000)	-0,266* (0,000)
Kontrol	BDVK	---	-2,442* (0,000)
MODEL F ist.		195,04* (0,000)	156,11* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		8,16* (0,000)	12,56* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		0,85 (0,562)	2,29** (0,022)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		1,31 (0,190)	0,35 (0,729)
Değişen Varyans Testi (Wald)		9742,9* (0,000)	7799,2* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,449 Gruplar Arası: 0,016 Genel: 0,208	Grup İçi: 0,568 Gruplar Arası: 0,050 Genel: 0,156
Rho		0,543	0,687

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.2.3. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VIII Tasarımlarına Ait Sonuçlar

ROE finansal performans değişkeninin bağımlı değişken olarak yer aldığı bu model tasarımlarına bağlı A ve B tipi modellerin OLS ve panel regresyon karşılaştırmalarına ait bulgular Tablo 6. 8. 1. 2. 3. 1'deki gibidir. Model program çıktıları ise EK 'te verilmiştir. Tüm model tasarım tiplerinde OLS modelinin panel modellere üstünlüğü göze çarpmakta olup, panel modeller içerisinde ise tesadüfi etki

modellerinin daha geçerli olduğuna hükmedilmektedir. En iyi model olarak seçilen OLS modellerinin özet sonuçları Tablo 6. 8. 1. 2. 3. 2’de yer almaktadır.

Tablo 6. 8. 1. 2. 3. 1: MODEL VIII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VIII	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	0,13 (0,719)	0,00 (1,000)	0,38 (0,999)	OLS
B	0,44 (0,802)	0,00 (1,000)	0,34 (0,999)	OLS

Sadece sermaye yapısı bağımsız değişkeninin yer aldığı OLS modeli, 10 % anlamlılık düzeyinde geçerli bulunmuştur. Bu modelde TBTV sermaye yapısı oranının finansal performans üzerinde ters yönlü bir etkiye sahip olduğu ve tespit edilen bu etkinin 10 % anlamlılık düzeyinde önemli kabul edilebileceği anlaşılmıştır. Bu sonuç teoriye uygun kabul edilebilir. Diğer yandan, BDVK kontrol değişkeninin de dahil edildiği OLS modelimizin genel geçerlilik sınavı olumsuz çıkmış, ancak TBTV değişkeninin bir önceki modelde öngörülen ters yönlü ve nispeten anlamlı kabul edilebilecek etkisi yine kendini göstermiştir. Kontrol değişkenine anlamlı bir etki atfedilememiştir. Modellerin hata terimleri normal dağılmamakta ve genellikle otokorelasyon ve değişen varyans olguları içermektedir.

Tablo 6. 8. 1. 2. 3. 2: Hizmet Endeksi MODEL VIII Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROE		OLS MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VIII-A	MODEL VIII-B
C		0,277** (0,033)	0,240** (0,025)
Bağımsız	TBTV	-0,516*** (0,091)	-0,642*** (0,089)
Kontrol	BDVK	---	3,487 (0,154)
MODEL F ist.		3,08*** (0,080)	2,20 (0,113)
Değişen Varyans Testi (White)		2,15 (0,1186)	2,36** (0,041)
Otokorelasyon Testi (Breusch-Godfrey)		13,45* (0,000)	13,26* (0,000)
Hata Terimleri Normallik Testi (Jarque-Bera)		241877,1* (0,000)	238275,5* (0,000)
Ayarlı R-Kare		0,008	0,009

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

Modellerde HAC dirençli tahminci tekniği kullanılmıştır.

6.8.1.2.4. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL IX Tasarımlarına Ait Sonuçlar

TOBİN Q finansal performans oranının açıklanan değişken olarak kabul edildiği bu model tasarımlarının analiz çıktıları EK 'te yer almakta olup, OLS ve panel modellerine arasındaki mukayese sonuçları Tablo 6. 8. 1. 2. 4. 1'deki gibi neticelenmiştir. Her iki tasarımda da sabit etkili modellerin üstünlüğüne hükmedilmiştir.

Tablo 6. 8. 1. 2. 4. 1: MODEL IX - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL IX	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	4,21 (0,040)	596,06 (0,000)	31,60 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	N/A	491,71 (0,000)	31,03 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL*

* Hausman testinde asimtotik varsayımlar karşılanmadığı için, test sonucu elde edilememiştir. Bu nedenle, genel geçerlilik testi daha güçlü olan panel model tercih edilmiştir.

Sabit etkili panel modellerimizin özet sonuçları Tablo 6. 8. 1. 2. 4. 2'de görülmektedir. Her iki modelin de 1 % anlamlılık düzeyinde geçerli oldukları tespit edilmiş olup, TBTV ve BDVK değişkenlerinin ilgili modellerde ters yönlü ve 1 % önem düzeyinde dahi anlamlı kabul edilebilecek performans etkisine sahip oldukları anlaşılmıştır. BDVK değişken katsayısının negatif olması beklenene ters olan bir durumdur. B tipi modelin daha başarılı olduğu söylenebilir. Model sabitinin işletme ve yıl bazında değişiklik gösterebildiği görülmüştür. Bu nedenle, LSDV model denemeleri yapılarak işletme ve zamana dayalı ayrı modeller oluşturulabilir.

Modellerin değişen varyans sorunu taşıdıkları, fakat sadece B model tipinin kesitler arası bağlantı sorunu içerdiği söylenebilir. Katsayı tahminlerinde dirençli standart hatalar kullanılmıştır. Böylelikle, değişen varyans sorununun aşılması amaçlanmıştır.

Tablo 6. 8. 1. 2. 4. 2: Hizmet Endeksi MODEL IX Sonuçları

Bağımlı Değişken: TOBİN Q		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL IX-A Sabit Etkili Model	MODEL IX-B Sabit Etkili Model
C		2,251* (0,000)	2,265* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-1,165* (0,000)	-0,803* (0,001)
Kontrol	BDVK	---	-6,973* (0,003)
MODEL F ist.		34,54* (0,000)	22,18* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		31,60* (0,000)	31,03* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		3,26* (0,002)	4,31* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		1,26 (0,206)	12,18* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald)		8941,1* (0,000)	12533,6* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,126 Gruplar Arası: 0,020 Genel: 0,001	Grup İçi: 0,157 Gruplar Arası: 0,149 Genel: 0,007
Rho		0,787	0,806

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.2.5. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL X Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Bu model tasarımlarında bağımlı değişken olarak ZSKOR alınmıştır. Tasarım kapsamında ürettiğimiz, kontrol değişkeni içeren ve içermeyen model tiplerine ait OLS ve panel model karşılaştırmaları Tablo 6. 8. 1. 2. 5. 1’de özet hale getirilmiştir. Her iki model tipinde panel modellerin OLS’ye üstün olduğu, panel modelleri arasında ise tesadüfi etkili modellerin daha başarılı kabul edilebileceklerine hükmedilmiştir. Tablo 6. 8. 1. 2. 5. 2 içerisinde başarılı bulunan tesadüfi etkili modellere ait bulgular sunulmuştur.

Tablo 6. 8. 1. 2. 5. 1: MODEL X - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL X	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	0,77 (0,381)	9,24 (0,001)	2,00 (0,003)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	0,68 (0,262)	7,79 (0,003)	1,96 (0,003)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL

Aşağıdaki tabloda yer alan model bulgularında her iki modelin 1 % anlamlılık düzeyinde geçerli oldukları görülürken, her iki modelde de TBTV sermaye yapısı değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir katsayıya sahip olduğu anlaşılmaktadır. BDVK kontrol değişkeninin modele dahil edilmiş olması, TBTV'nin katsayısının anlamlılığında ve işaretinde bir değişiklik meydana getirmemiştir. TBTV arttıkça, beklendiği üzere, finansal başarısızlığa yakınlık derecesinde de artış meydana geleceği öngörülmüştür. Ancak kontrol değişkeni istatistiksel olarak önemli bir değişken olarak görünmemektedir. Sadece TBTV değişkeninin yer aldığı ilk modelde kesitler arası bağlantı gözlenirken, her iki model için de değişen varyans tespiti söz konusudur.

Tablo 6. 8. 1. 2. 5. 2: Hizmet Endeksi MODEL X Sonuçları

Bağımlı Değişken: ZSKOR		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL X-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL X-B Sabit Etkili Model
C		10,750* (0,000)	10,599* (0,000)
Bağımsız Kontrol	TBTV	-24,263* (0,000)	-24,874* (0,000)
	BDVK	---	15,958 (0,674)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		48,92* (0,000)	49,12* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		2,06** (0,039)	1,65** (0,099)
Değişen Varyans Testi (LR Testi)		6,77* (0,005)	6,01* (0,007)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,140 Gruplar Arası: 0,275 Genel: 0,167	Grup İçi: 0,139 Gruplar Arası: 0,300 Genel: 0,169
Rho		0,103	0,096

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.3. Hizmet Endeksi Sermaye Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bağlantısına İlişkin Sonuçlar

Çalışmanın bu bölümünde, hizmet endeksinde yer alan örneklem işletmelerimize ait sermaye ve sahiplik yapısı değişkenleri kullanılarak gerçekleştirilen Granger nedensellik ve Kao-Engle-Granger eşbütünleşme analizlerinin sonuçlarına yer verilmiştir. Tüm değişken serileri seviye değerlerinde durağan kabul edildiklerinden, analizlerde orijinal veri setleri esas alınmıştır. Uygun gecikme uzunluklarının tespit noktasında, kullanılan paket programın otomatik gecikme uzunluğu belirleme opsiyonu tercih edilmiştir.

6.8.1.3.1. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TBTv ve BDVK sermaye yapısı değişkenleri ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığını sınamak amacıyla panel eşbütünleşme testleri arasında yer alan hata terimlerine dayalı Kao test tekniği kullanılmış, uygun gecikme uzunluğu tespitinde AIC kriteri tercih edilmiştir. Dönem sayısının az olması nedeniyle Johansen eşbütünleşme testi gerçekleştirilememiştir. Test sonuçları Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 1’de verilmektedir. TBTv ve BDVK ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı eşbütünleşme ilişkilerinin varlığına hükmedilmiştir.

Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 1: Kao Hata Terimleri Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Değişken Grubu	ADF Test İstatistiği
	AIC (p-değeri)
TBTv ve Sahiplik Değişkenleri	1,726** (0,042)
BDVK ve Sahiplik Değişkenleri	-2,849* (0,002)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

H₀: Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 2 ve Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 3, Engle-Granger esaslı değişkenler arası ikili eşbütünleşme denklemlerine ait katsayı tahminleri ve anlamlılık testi özet sonuçlarını yansıtmaktadır. YAS ve VALOG değişkenlerinden TBTv’ye doğru pozitif eşbütünleşme ilişkisi mevcut iken; EBOP’tan TBTv’ye doğru negatif bir ilişki tespit edilmiştir. TBTv’den KURY ve EBOP değişkenlerine doğru uzun dönemli pozitif etkiler bulunmuş olup, YABP ve HAO’ya doğru negatif ilişki gözlenmiştir. TBTv ile çift yönlü eşbütünleşme ilişkisi içerisinde olan tek değişken EBOP olmuştur. YAS, VALOG, HAO, KURY ve YABP değişkenleri ile TBTv

arasında öngörülen eşbütünleşme ilişkileri tek yönlüdür. Diğer sahiplik yapısı değişkenleri ile TBTV arasında istatistiksel olarak anlamlı eşbütünleşme ilişkilerine rastlanmamıştır.

Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 2: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	(Sabit İçeren Model) Bağımsız Değişken	KATSAYI (p-değeri)	EŞBÜTÜNLEŞME İLİŞKİSİ
TBTV	ORTAK	0,008 (0,838)	İLİŞKİ YOK
	KURY	0,046 (0,769)	İLİŞKİ YOK
	HAO	0,071 (0,904)	İLİŞKİ YOK
	YAS	0,027* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
	EBOP	-10,597** (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	YABP	-1,303 (0,702)	İLİŞKİ YOK
	VALOG	0,098* (0,003)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
ORTAK	TBTV	0,909 (0,121)	İLİŞKİ YOK
KURY		0,321* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
HAO		-0,173** (0,016)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
YAS		2,014 (0,313)	İLİŞKİ YOK
EBOP		0,155* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
YABP		-0,099** (0,025)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
VALOG		0,439 (0,149)	İLİŞKİ YOK

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

HAO değişkeninden BDVK değişkenine doğru pozitif bir eşbütünleşme ilişkisi öngörülürken, EBOP değişkeninden BDVK değişkenine doğru anlamlı bulunan denge etkisi ters yönlüdür. BDVK değişkeninden KURY, HAO ve YABP değişkenlerine doğru pozitif yönlü bir uzun dönem etkisi tespit edilmiş olup, YAS, EBOP ve VALOG değişkenlerine doğru negatif bir etkiye hükmedilmiştir. HAO ve EBOP değişkenleri ile BDVK değişkeni arasında öngörülen eşbütünleşme ilişkilerinin çift yönlü olduğu söylenebilir. Diğer sahiplik yapısı değişkenleri ile BDVK arasında istatistiksel olarak anlamlı eşbütünleşme ilişkilerine rastlanmamıştır.

Tablo 6. 8. 1. 3. 1. 3: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	(Sabit İçeren Model) Bağımsız Değişken	KATSAYI (p-değeri)	EŞBÜTÜNLEŞME İLİŞKİSİ
BDVK	ORTAK	0,001 (0,862)	İLİŞKİ YOK
	KURY	-0,005 (0,765)	İLİŞKİ YOK
	HAO	0,424* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
	YAS	0,0002 (0,542)	İLİŞKİ YOK
	EBOP	-0,922* (0,002)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	YABP	0,508 (0,319)	İLİŞKİ YOK
	VALOG	-0,002 (0,379)	İLİŞKİ YOK
ORTAK	BDVK	9,883 (0,103)	İLİŞKİ YOK
KURY		2,969** (0,039)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
HAO		6,382* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
YAS		-202,92* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
EBOP		-3,491* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
YABP		1,994* (0,001)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
VALOG		-41,343* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.3.2. Nedensellik Testi Sonuçları

TBTV ve BDVK sermaye yapısı değişkenleri ile sahiplik yapısı değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkilerinin Panel Veri Granger Nedensellik testi yardımıyla 3 dönem gecikme düzeyine kadar incelenmesi sağlanmıştır. YAS değişkeni analiz dışında tutulmuştur. Nedensellik testlerine ilişkin ampirik bulgular Tablo 6. 8. 1. 3. 2. 1 ve Tablo 6. 8. 1. 3. 2. 2 içerisinde sunulmuştur.

Tablo 6. 8. 1. 3. 2. 1’de, 3 dönem gecikmeye kadar TBTV ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında 5 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Kurumsal yatırımcı oranı (KURY), 1 ve 3 dönem gecikmeye kadar ve 10 % anlamlılık düzeyinde kaldıraç düzeyinin önemli bir nedeni olarak kabul edilebilir. Yabancı yatırımcı payı ise, 2 dönem gecikme için, TBTV’nin 10 % düzeyinde önemli bir nedeni olarak görülmüştür. Buna karşın, sadece 3 dönem gecikmede TBTV’nin, aktif büyüklüğünün nedenseli olabileceği

söylenbilir. Genel olarak değerlendirildiğinde, sahiplik yapısı değişkenlerinin sermaye yapısının nedeni olma noktasında daha güçlü oldukları anlaşılmaktadır.

Tablo 6. 8. 1. 3. 2. 1: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisi Yönü		1 Dönem Gecikme	2 Dönem Gecikme	3 Dönem Gecikme
		F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)
TBTV →	ORTAK	1,735 (0,189)	0,221 (0,802)	0,798 (0,496)
	HAO	0,919 (0,339)	2,054 (0,131)	1,701 (0,169)
	EBOP	0,067 (0,795)	0,211 (0,809)	1,827 (0,144)
	YABP	0,109 (0,742)	0,107 (0,899)	0,270 (0,847)
	VALOG	0,483 (0,488)	2,123 (0,122)	2,426*** (0,067)
	KURY	1,007 (0,317)	0,413 (0,662)	0,445 (0,721)
ORTAK →	TBTV	1,175 (0,280)	1,564 (0,212)	1,171 (0,323)
HAO →		1,764 (0,185)	0,474 (0,623)	0,563 (0,640)
EBOP →		1,184 (0,278)	1,175 (0,311)	1,551 (0,203)
YABP →		2,639 (0,106)	2,843*** (0,061)	2,035 (0,111)
VALOG →		1,406 (0,237)	0,648 (0,524)	0,324 (0,808)
KURY →		2,823*** (0,094)	1,654 (0,194)	2,312*** (0,078)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

BDVK ve sahiplik yapısı değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkilerini özetleyen Tablo 6. 8. 1. 3. 2. 2 verileri incelendiğinde, en büyük ortağın payını temsil eden EBOP değişkeninin 1 dönem gecikmede ve 1 % anlamlılık seviyesinde BDVK değişkeninin anlamlı bir nedenseli olduğu, ayrıca daha ileri gecikme seviyelerinde ve 95 % güven düzeyinde bu özelliğini devam ettirdiği anlaşılmaktadır. Halka açıklık oranının 1 dönem gecikmede BDVK'nın nedenseli olabileceği görüşü 10 % önem düzeyinde anlamlılık kazanmaktadır. BDVK'dan ORTAK ve HAO değişkenlerine doğru yine 10 % seviyesinde anlamlı bir nedensellik etkisi öngörülmüştür. Diğer değişkenler için istatistiksel olarak anlamlı bir nedensellik durumu tespit edilememiştir.

Tablo 6. 8. 1. 3. 2: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisi Yönü		1 Dönem Gecikme	2 Dönem Gecikme	3 Dönem Gecikme
		F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)
BDVK	→ ORTAK	3,540*** (0,061)	0,243 (0,784)	0,375 (0,771)
	→ HAO	2,775*** (0,097)	0,838 (0,434)	0,726 (0,538)
	→ EBOP	1,664 (0,198)	1,234 (0,293)	1,455 (0,229)
	→ YABP	0,574 (0,449)	0,297 (0,743)	0,338 (0,798)
	→ VALOG	0,067 (0,796)	0,976 (0,379)	0,282 (0,839)
	→ KURY	1,909 (0,168)	1,267 (0,284)	1,619 (0,170)
→ ORTAK	BDVK	0,677 (0,411)	0,354 (0,702)	0,867 (0,459)
→ HAO		3,344*** (0,069)	1,599 (0,205)	0,838 (0,474)
→ EBOP		8,551* (0,004)	4,425** (0,013)	2,705** (0,047)
→ YABP		0,580 (0,447)	0,321 (0,726)	0,268 (0,848)
→ VALOG		0,034 (0,854)	1,004 (0,368)	1,407 (0,243)
→ KURY		0,734 (0,392)	0,290 (0,749)	0,603 (0,614)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.1.4. Hizmet Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulguların Genel Değerlendirmesi

Hizmet endeksi işletmelerine ait veri setinin kullanıldığı bölümün ampirik bulguları, araştırma hipotezleri çerçevesinde toplu olarak değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuç ve çıkarımlara ulaşılmıştır ($\alpha = 0,05$):

BULGU:

- En büyük ortağın payı ve kurumsal yatırımcı oranı, PDDD oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Halka açıklık oranının aynı performans ölçütü üzerinde 10 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek pozitif bir etkisi mevcuttur.

- YAŞ değişkeninin aktif karlılığı üzerinde ters yönlü ve anlamlı bir etkisi tespit edilmiştir.

- Sahiplik yapısı değişkenleri ile özkaynak karlılığı arasında herhangi bir anlamlı ilişki saptanamamıştır.

- Aktif büyüklüğü ve yaş değişkenlerinin TOBİN Q oranı üzerinde ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip oldukları belirlenmiştir. Kurumsal

yatırımcı ve halka açıklık oranlarının TQ üzerindeki negatif etkileri ancak 10 % düzeyinde önemli bulunmuşlardır.

- Yabancı yatırımcı payı ve yaş değişkenlerinin ZSKOR değerini anlamlı bir şekilde etkilediği (ters yönlü etki) tespit edilmiş olup, aktif büyüklüğünün benzer şekilde, ancak 10 % seviyesinde önemli görülebilecek bir etkiye sahip olduğuna hükmedilmiştir.

SONUC: H₁ hipotezimiz; finansal performans ölçütüne bağlı olarak, EBOP, KURY, YAS, VALOG ve YABP değişkenleri için 5 % anlamlılık düzeyinde doğru kabul edilmiştir.

BULGU:

- Kaldıraç oranı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinin, ROA ile ters yönlü ilişki içerisinde olduklarına hükmedilmiştir. Vergi kalkanının PDDD oranı üzerindeki negatif etkisi, ancak 10 % önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

- TBTV oranının özkaynak karlılığı üzerindeki ters yönlü etkisi 10 % düzeyi için anlamlı görülmüştür.

- TBTV ile vergi kalkanı değişkenlerinin Tobin Q oranı üzerinde, 5 % anlamlılık düzeyinde, önemli ve ters yönlü bir etki yarattıkları belirlenmiş olup, kaldıraç oranı değişkeninin ZSKOR ile anlamlı ve negatif bir bağlantı içerisinde oldukları anlaşılmıştır.

SONUC: H₂ hipotezinin TBTV ve BDVK değişkenleri için 5 % anlamlılık düzeyinde, bağımlı değişken seçimine bağlı olarak, kısmen geçerli olduğuna hükmedilmiştir.

BULGU:

- Kaldıraç oranı ile en büyük ortağın payı arasında 5 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek iki yönlü eşbütünleşme ilişkisi söz konusudur

- Halka açıklık oranı ve en büyük ortağın payı ile BDVK değişkeni arasında iki yönlü eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

SONUC: H₅ hipotezi; TBTV-EBOP ve BDVK-HAO-EBOP değişkenleri açısından 5 % anlamlılık düzeyinde geçerli kabul edilmiştir.

- Yabancı payı ve kurumsal yatırımcı oranının kaldıraç oranına doğru 10 % seviyesinde önemli nedensellik ilişkileri mevcuttur. TBTV oranından aktif büyüklüğüne doğru 3 dönem gecikmede ve 10 % seviyesinde anlamlı bir nedensellik etkisi saptanmıştır.

- En büyük ortak payı değişkeninden, vergi kalkanı değişkenine doğru her gecikme seviyesinde en az 5 % düzeyinde anlamlı bir nedensellik etkisine hükmedilmiş olup, HAO'dan BDVK'ya, BDVKA'dan HAO ve ORTAK değişkenlerine doğru 10 % düzeyinde önemli görülebilecek nedensellik ilişkileri ortaya çıkmıştır.

SONUC: H₃ hipotezimiz EBOP → BDVK etkisi açısından, 5 % anlamlılık düzeyinde geçerli kabul edilmiştir. H₄ hipotezini 5 % seviyesinde destekleyen yeterli bulguya ulaşılamamıştır.

6.8.2. Sınai Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulgular ve Değerlendirmeler

Tablo 6. 8. 2. 1, sınai endeksi işletmeleri ait değişken serilerinin temel betimsel istatistiklerini içermekte olup, ayrıca EK 'de kullanılan serilerin genel, kesit ve zaman boyutları esas alınarak hesaplanmış temel betimsel istatistiklerin çıktısına yer verilmiştir. Tabloda yer alan Jarque –Bera test sonuçlarına göre tüm değişken serilerinin 5 % anlamlılık düzeyinde normal dağılmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Bir sonraki aşamada, LLC ve Fisher ADF test istatistikleri ve kuyruk olasılıkları hesaplanarak değişken serilerinin durağanlık sınamaları yapılmıştır. Birim kök testlerinde kullanılacak uygun gecikme uzunlukları, SIC kriterine göre otomatik olarak belirlenmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 1: Sınai Endeksi Serilerinin Betimsel İstatistikleri

Değişken	Ortalama	Ortanca	Maksimum	Minimum	St.Sapma	Çarpıklık	Basıklık	Jarque-Bera	Olasılık
ZSKOR	0,545	1,430	16,590	-486,050	16,136	-27,376	822,498	28332139,00	0,000
YAS	39,810	41,000	79,000	9,000	11,716	-0,128	3,371	8,534	0,014
YABP	0,072	0,022	0,979	0,000	0,153	3,816	18,883	13042,110	0,000
VALOG	19,692	19,544	23,831	16,297	1,395	0,386	2,935	25,220	0,000
TOBIN	1,433	1,109	13,489	0,252	1,223	4,580	29,839	33776,800	0,000
TBTV	0,421	0,405	1,307	0,020	0,215	0,370	2,688	27,069	0,000
ROE	0,074	0,092	1,490	-4,319	0,271	-5,811	83,157	275531,800	0,000
ROA	0,055	0,050	0,704	-0,517	0,100	0,278	7,542	879,304	0,000
PDDD	2,020	1,253	74,597	0,000	3,906	12,649	209,469	1817321,00	0,000
ORTAK	1,352	1,000	4,000	0,000	0,814	0,609	3,564	75,714	0,000
KURY	0,248	0,195	0,982	0,000	0,214	1,223	4,269	318,811	0,000
HAO	0,348	0,310	1,000	0,005	0,207	0,853	3,588	136,708	0,000
EBUOP	0,618	0,666	0,995	0,003	0,240	-0,736	2,846	91,935	0,000
EBOP	0,507	0,504	0,995	0,000	0,218	0,105	2,445	14,795	0,001
EBBOP	0,662	0,712	0,995	0,004	0,230	-1,028	3,484	187,397	0,000
BDVK	0,037	0,035	0,245	0,000	0,020	1,981	15,932	7683,737	0,000

Tablo 6. 8. 2. 2'deki birim kök testi sonuçları incelendiğinde, hizmet endeksi işletmelerine ait veri setlerinde de olduğu gibi, LLC test istatistiklerinin tüm değişkenler için seviye değerlerinde ve 5 % önem düzeyinde anlamlı çıkmış olduğu görülmektedir. Bu bulgu, seriler için ortak birim kökün var olduğu yönündeki H_0 hipotezinin reddedildiği ve durağanlığın söz konusu olduğu anlamını taşımaktadır.

Benzer şekilde, kesitlerin bireysel durağanlıklarını dikkate alan Fisher ADF testinde de sadece tüm değişken serilerinin birim kök içermedikleri (bireysel birim kök içerme yönündeki H_0 hipotezi ret edilmekte) görülmüş ve seviye değerlerinde durağan kabul edilebilmişlerdir. Mukayese yapmak amacıyla, tüm değişkenlerin birincil fark serileri için ayrıca durağanlık testleri yapılmış ve tüm birincil fark serilerinin esas alınan kriterlere göre durağan olduklarına hükmedilmiştir. Sabit içeren LLC ve Fisher ADF test bulguları doğrultusunda, bundan sonraki tüm analiz ve modelleme aşamalarında değişkenlerin seviye değerlerinden oluşan orijinal serilerin kullanılması uygun bulunmuştur. YAŞ serisi fark alındığında anlamını yitirdiğinden bu bölümdeki durağanlık sınamalarında da kapsam dışında tutulmuş ve modellere orijinal haliyle dahil edilmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 2: Sınai Endeksi Serilerinin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye (Level) Düzeyi		Birincil Fark Serileri	
	LLC	Fisher ADF	LLC	Fisher ADF
ZSKOR	-114,90 (0,000)	497,86,58 (0,000)	-23,76 (0,000)	688,79 (0,000)
YAS	*	*	*	*
YABP	-532,82 (0,000)	484,83 (0,000)	-57,35 (0,000)	734,41 (0,000)
VALOG	-9,55 (0,000)	480,511 (0,000)	-24,14 (0,000)	511,82 (0,000)
TOBIN	-21,57 (0,000)	451,52 (0,000)	-57,37 (0,000)	820,55 (0,000)
TBTV	-18,29 (0,000)	338,96 (0,000)	-34,93 (0,000)	625,64 (0,000)
ROE	-27,61 (0,000)	500,36 (0,000)	-35,21 (0,000)	762,77 (0,000)
ROA	-31,49 (0,000)	484,35 (0,000)	-40,12 (0,000)	770,04 (0,000)
PDDD	-19,11 (0,000)	405,37 (0,000)	-48,58 (0,000)	806,80 (0,000)
ORTAK	-29,18 (0,000)	258,63 (0,000)	-29,30 (0,000)	247,76 (0,000)
KURY	-38,61 (0,000)	449,27 (0,000)	-51,42 (0,000)	613,22 (0,000)
HAO	-31,03 (0,000)	255,131 (0,000)	-34,54 (0,000)	370,17 (0,000)
EBUOP	-788,99 (0,000)	1076,44 (0,000)	-912,63 (0,000)	1134,19 (0,000)
EBOP	-1172,94 (0,000)	233,772 (0,000)	-1176,85 (0,000)	306,65 (0,000)
EBBOP	-17220,60 (0,000)	1087,90 (0,000)	-18890,10 (0,000)	1213,23 (0,000)
BDVK	-21,62 (0,000)	382,06 (0,000)	-32,53 (0,000)	614,23 (0,000)

Panel veri regresyon modellemeleri öncesi çoklu bağlantı probleminin incelenmesi amacıyla gerçekleştirdiğimiz korelasyon ve VIF analizlerinden elde edilen Pearson korelasyon katsayıları matrisi Tablo 6. 8. 2. 3'de verilmiştir. VIF istatistikleri ise Tablo 6. 8. 2. 4'de özetlenmiştir.

Korelasyon katsayılarından da anlaşılacağı üzere, EBUOP ve EBBOP bağımsız değişkenleri arasında ve ayrıca bu değişkenlerle diğer bazı model değişkenleri arasında güçlü doğrusal ilişkiler tespit edilmiştir. Bu nedenle, çoklu doğrusal bağlantı sorunu yaşamamak adına söz konusu değişkenlerin analiz ve modellere dahil edilmemelerine karar verilmiştir. Tablo 6. 8. 2. 4’de bu değişkenler için hesaplanmış çok yüksek VIF değerleri de bu kararımızın doğruluğunu destekler niteliktedir. EBBOP ve EBUOP değişkenlerine ait VIF değerleri, 10’un çok üzerindedir.



Tablo 6. 8. 2. 3: Sınai Endeksi Serileri Korelasyon Matrisi

Değişken	ZSKOR	YABP	VALOG	TOBIN	TBTV	ROE	ROA	PDDD	ORTAK	KURY	HAO	EBUOP	EBOP	EBBOP	BDVK	YAS
ZSKOR	1,000	-0,065	0,033	0,014	-0,274	0,362	0,321	-0,051	0,021	-0,048	-0,010	0,062	-0,051	0,066	-0,134	0,024
YABP	-0,065	1,000	0,044	0,013	0,259	-0,250	-0,185	0,174	0,013	0,558	-0,053	0,191	0,182	0,185	0,107	-0,023
VALOG	0,033	0,044	1,000	-0,148	0,068	0,152	0,131	-0,093	0,200	-0,013	-0,204	0,207	0,064	0,218	-0,001	0,207
TOBIN	0,014	0,013	-0,148	1,000	-0,102	0,090	0,180	0,583	-0,019	-0,023	-0,203	0,184	0,250	0,161	0,105	0,106
TBTV	-0,274	0,259	0,068	-0,102	1,000	-0,317	-0,479	0,142	-0,106	0,185	0,034	-0,062	-0,067	-0,055	-0,048	-0,020
ROE	0,362	-0,250	0,152	0,090	-0,317	1,000	0,762	-0,121	0,028	-0,287	-0,062	-0,030	-0,057	-0,028	-0,153	0,068
ROA	0,321	-0,185	0,131	0,180	-0,479	0,762	1,000	-0,003	0,055	-0,240	-0,113	0,025	0,008	0,020	-0,096	0,068
PDDD	-0,051	0,174	-0,093	0,583	0,142	-0,121	-0,003	1,000	-0,001	0,058	-0,103	0,135	0,163	0,126	0,171	0,035
ORTAK	0,021	0,013	0,200	-0,019	-0,106	0,028	0,055	-0,001	1,000	-0,106	-0,203	0,404	-0,181	0,478	0,033	0,141
KURY	-0,048	0,558	-0,013	-0,023	0,185	-0,287	-0,240	0,058	-0,106	1,000	-0,010	0,179	0,305	0,153	0,071	-0,074
HAO	-0,010	-0,053	-0,204	-0,203	0,034	-0,062	-0,113	-0,103	-0,203	-0,010	1,000	-0,508	-0,449	-0,486	-0,110	-0,280
EBUOP	0,062	0,191	0,207	0,184	-0,062	-0,030	0,025	0,135	0,404	0,179	-0,508	1,000	0,610	0,981	0,094	0,245
EBOP	-0,051	0,182	0,064	0,250	-0,067	-0,057	0,008	0,163	-0,181	0,305	-0,449	0,610	1,000	0,536	0,106	0,202
EBBOP	0,066	0,185	0,218	0,161	-0,055	-0,028	0,020	0,126	0,478	0,153	-0,486	0,981	0,536	1,000	0,086	0,256
BDVK	-0,134	0,107	-0,001	0,105	-0,048	-0,153	-0,096	0,171	0,033	0,071	-0,110	0,094	0,106	0,086	1,000	-0,127
YAS	0,024	-0,023	0,207	0,106	-0,020	0,068	0,068	0,035	0,141	-0,074	-0,280	0,245	0,202	0,256	-0,127	1,000

Tablo 6. 8. 2. 4: Sınai Endeksi Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri VIF İstatistikleri

Bağımsız Değişken	CENTERED VIF (Bağımlı Değişken: ROA, ROE, TOBIN, ZSKOR, PDDD)
YAS	1.196
YABP	1.552
VALOG	1.112
TBTV	1.138
ORTAK	2.138
KURY	1.616
HAO	1.536
EBOP	38.040
EBBOP	2.906
EBUOP	36.395
BDVK	1.061

Panel veri modellerinde hata terimlerinin değişen varyanslı durumunun test edilmesi amacıyla Wald ve LR testleri kullanılmıştır. Periyod sayısının çok az olması nedeniyle, seri otokorelasyon testleri bu bölümde de uygulanmayacaktır. Kesitler arası bağımlılık testinde yine Pesaran CD yöntemine başvurulmuştur. Teknik varsayımların karşılanamaması ihtimali dikkate alınarak modellerde, tedbiren dirençli (robust) tahmincilerin kullanılması yoluna gidilmiştir.

Değişen varyans sorunuyla karşılaşıldığında sabit etkili modellerde standart hataların düzeltilmesi White'ın Diagonal Kovaryans Katsayılar yöntemi (White (Diagonal)) ile sağlanmış ve Yatay Kesit Ağırlıklı GLS (Cross-section weights GLS) uygulanmıştır. Tesadüfi modellerde standart hataların düzeltilmesi White'ın yatay kesit kovaryans katsayılar yöntemi ile sağlanmış ve Swamy-Arora ağırlıklandırılmış GLS uygulanmıştır (Kyriazis and Anastassis, 2007).

Hausman testi yardımıyla sabit ve tesadüfi etkili model seçimleri gerçekleştirilirken, sabit etkili modellerin OLS ile kıyaslanmasında Chow F-testine başvurulmuştur. Tesadüfi etki modelleri ile OLS mukayeseleri Breusch – Pagan LM testine dayandırılmıştır.

6.8.2.1. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Modelleri

Sınai endeksi kapsamındaki 112 işletmeye ait veriler kullanılarak gerçekleştirilen analiz ve modellemelerin ampirik bulgularına takip eden bölümlerde detaylı olarak değinilmiştir.

6.8.2.1.1. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı - Finansal Performans Model I Tasarımına Ait Sonuçlar

Model I tasarımları kapsamında kontrol değişkenleri içermeyen, ancak sahiplik yapısı ile ilişkilendirilen 5 bağımsız değişkenin kapsandığı ve PDDD değişkeninin açıklanan değişken olarak yer aldığı A tipi modellerin yanı sıra, kontrol değişkenlerine ayrı ayrı yer verdiğimiz B ve C tipi modeller ile her iki kontrol değişkeninin de birlikte kullanıldığı D tipi modeller üretilmiş ve elde edilen ampirik bulgular yorumlanmıştır.

Model I tasarımına uygun olarak oluşturulan 4 ayrı model grubuna ait Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS – Panel ve Sabit-Tesadüfi Model sınamalarına ilişkin sonuçlar EK ‘de sunulmuştur. Model mukayeselerine ilişkin özet sonuçlar Tablo 6. 8. 2. 1. 1. 1’de verilmiştir. Hausman testinde; B ve D tipi modeller için tesadüfi etki modellerinin üstünlüğünü öngören H_0 hipotezi ret edilirken, A ve C tipi modellerde söz konusu H_0 hipotezi ret edilememektedir. Tüm Breusch – Pagan LM testi sonuçlarında OLS’nin üstünlüğüne işaret eden H_0 hipotezleri ret edilmektedir. Ayrıca F testi sonuçları, beklendiği üzere, tüm denemelerde sabit etki modellerin OLS’ye kıyasla daha başarılı olduğuna hükmetmektedir. Bu sonuçlara göre, MODEL I-B ve MODEL I-D açısından sabit etkili modellerin tesadüfi etkili panel ve OLS modellerine göre daha üstün kabul edilebileceği anlaşılmış olup, MODEL I-A ve MODEL I-C için tesadüfi etkili modeller ön plana çıkmıştır.

Tablo 6. 8. 2. 1. 1. 1: MODEL I - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL I	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	8,83 (0,116)	548,10 (0,000)	6,52 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	14,73 (0,000)	508,30 (0,000)	6,31 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
C	10,70 (0,098)	547,55 (0,000)	5,55 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
D	14,16 (0,048)	509,19 (0,000)	6,31 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Model yorumlamalarında en iyi olduğu tespit edilen modellerin sonuçları kullanılmıştır. Tablo 6. 8. 2. 1. 1. 2’de, Model I tasarımlarında en iyi model olduklarına hükmedilen sabit ve tesadüfi etkili modellerin özet sonuçları ve varsayım testi bulguları yer almaktadır. Tüm modeller, 5 % anlamlılık düzeyinde genel olarak geçerli kabul edilmişlerdir. YABP değişkeninin tüm modellerdeki etkisi anlamlı

bulunmuş ve değişkene pozitif katsayı atfedilmiştir. Kontrol değişkenlerine yer verilmeyen ilk model tipinde, EBOP değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Kontrol değişkenleri modele eklendikçe, EBOP değişkeninin etkisi anlamsız hale gelmiştir. Kontrol değişkenleri modellerde önemli bulunmamışlardır. Sabit etki modellerinde model sabitinin zamana ve gözlem birimine bağlı olarak değiştii anlaşılmıştır. LSDV modellerinin denenmesi faydalı olacaktır. Diğer yandan, tesadüfi etki modellerinin kendi aralarında eşdeğer tahmin gücü sergiledikleri söylenebilir. Ancak, tüm modellerde değişen varyans ve kesitler arası bağlantı sorununun yaşandığı göze çarpmaktadır. Bu noktada, dirençli tahmincilerin kullanılmış olması fayda sağlamıştır.



Tablo 6. 8. 2. 1. 1. 2: Sınai Endeksi MODEL I Sonuçları

Bağımlı Değişken: PDDD		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL I-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL I-B Sabit Etkili Model	MODEL I-C Tesadüfi Etkili Model	MODEL I-D Sabit Etkili Model
C		0,411 (0,598)	-7,885 (0,170)	-0,123 (0,910)	-5,676 (0,383)
Bağımsız	ORTAK	0,128 (0,461)	0,099 (0,615)	0,105 (0,549)	0,069 (0,734)
	KURY	0,069 (0,941)	1,727 (0,127)	0,132 (0,887)	1,745 (0,124)
	HAO	0,033 (0,966)	1,026 (0,270)	0,175 (0,826)	1,206 (0,211)
	EBOP	1,999** (0,049)	1,174 (0,469)	1,895*** (0,068)	1,019 (0,533)
	YABP	5,445* (0,000)	5,521* (0,000)	5,429* (0,000)	5,520* (0,000)
Kontrol	YAS	---	---	0,014 (0,487)	0,043 (0,470)
	VALOG	---	-7,885 (0,153)	---	0,209 (0,594)
MODEL F ist.		---	5,42* (0,000)	---	4,72* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		---	6,31* (0,000)	---	6,31* (0,000)
MODELWald Ki-Kare ist.		34,12* (0,000)	---	34,56* (0,000)	---
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	2,11** (0,033)	---	2,03** (0,039)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		58,85* (0,000)	41,63* (0,000)	57,97* (0,000)	41,56* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 265,1* (0,000)	Wald: 120000,0* (0,000)	LR: 265,5* (0,000)	Wald: 120000,1* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,030 Gruplar Arası: 0,067 Genel: 0,045	Grup İçi: 0,035 Gruplar Arası: 0,006 Genel: 0,011	Grup İçi: 0,031 Gruplar Arası: 0,064 Genel: 0,044	Grup İçi: 0,036 Gruplar Arası: 0,014 Genel: 0,017
Rho		0,386	0,472	0,388	0,3463

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.1.2. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model II Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Model II tasarımlarında bağımlı değişken olarak ROA kullanılmış olup, diğer tasarımlarda da olduğu gibi kontrol değişkenlerinin yer almadığı MODEL II-A, ayrı ayrı yer aldıkları MODEL II-B ve MODEL II-C ile birlikte yer aldıkları MODEL II-D üretilmiştir. Model II model tasarımlarına ait sabit ve tesadüfi etkili panel model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin test çıktıları EK 'de yer almaktadır. Model karşılaştırmalarında esas alınan ampirik bulgular ise Tablo

6. 8. 2. 1. 2. 1’de özetlenmiştir. Bahsi geçen bulgular ışığında, geliştirilen tüm modellerde, panel model tasarımlarının OLS’ye üstün oldukları, panel modelleri arasında ise tesadüfi etki modellerinin daha başarılı olduğu görülmektedir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 2. 1: MODEL II - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL II	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	10,24 (0,069)	515,67 (0,000)	6,30 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	9,95 (0,127)	494,77 (0,000)	6,12 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
C	9,98 (0,126)	515,83 (0,000)	6,29 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
D	10,33 (0,171)	494,70 (0,000)	6,12 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 2. 1. 2. 2’de, en iyi model olarak seçilen tesadüfi etkili model tasarımlarının detaylarına yer verilmiştir. Tüm modellerin 1 % önem düzeyinde genel olarak geçerli oldukları görülmektedir. Kurumsal yatırımcı payı ile ilgili bağımsız değişkenin tüm modellerde ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Halka açıklık oranı ile ROA arasında negatif ve 5 % düzeyinde anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret eden bazı model bulguları söz konusudur. YAS kontrol değişkenin tek olarak ya da diğer kontrol değişkeniyle birlikte kapsandığı modellerde ROA etkisi anlamlı bulunmazken, aktif büyüklüğü değişkeninin ROA üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu öngörülmüştür. Bu sonuç, hizmet endeksine ait bulgulardan farklılık arz etmektedir. Diğer sahiplik yapısı değişkenlerinin ROA üzerinde anlamlı bir etki meydana getirmediği söylenebilir. Tüm modellerde değişen varyans ve kesitler arası bağlantı sorunlarının varlığına hükmedilmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 2. 2: Sınai Endeksi MODEL II Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROA		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL II-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL II-B Tesadüfi Etkili Model	MODEL II-C Tesadüfi Etkili Model	MODEL II-D Tesadüfi Etkili Model
C		0,094* (0,000)	-0,061 (0,441)	0,086* (0,002)	-0,061 (0,442)
Bağımsız	ORTAK	-0,005 (0,242)	-0,007 (0,129)	-0,006 (0,219)	-0,007 (0,136)
	KURY	-0,063* (0,007)	-0,062* (0,008)	-0,062* (0,008)	-0,062* (0,009)
	HAO	-0,041** (0,038)	-0,032 (0,113)	-0,038** (0,057)	-0,032 (0,117)
	EBOP	0,001 (0,966)	0,001 (0,973)	-0,0004 (0,985)	0,001 (0,964)
	YABP	-0,039 (0,226)	-0,042 (0,184)	-0,039 (0,224)	-0,042 (0,186)
Kontrol	YAS	---	---	0,0002 (0,682)	-0,0005 (0,914)
	VALOG	---	0,008** (0,044)	---	0,008** (0,049)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		21,26* (0,001)	25,65* (0,000)	21,29* (0,001)	25,48* (0,001)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		19,68* (0,000)	20,07* (0,000)	19,84* (0,000)	20,01* (0,000)
Değişen Varyans Testi (LR Testi)		253,47* (0,000)	244,47* (0,000)	253,47* (0,000)	245,45* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,007 Gruplar Arası: 0,153 Genel: 0,071	Grup İçi: 0,008 Gruplar Arası: 0,174 Genel: 0,083	Grup İçi: 0,007 Gruplar Arası: 0,152 Genel: 0,071	Grup İçi: 0,008 Gruplar Arası: 0,174 Genel: 0,083
Rho		0,373	0,368	0,375	0,370

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.1.3. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model III Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Özkaynak karlılık oranının (ROE) finansal performans değişkeni ve bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model III tasarımlarında, önceki aşamalarda olduğu gibi bağımsız ve kontrol değişkenlerinin değişik kombinasyonlarından oluşan 4 model tipi geliştirilmiştir. Üretilen modellere ilişkin Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin tespitler EK 'de yer almaktadır. Model karşılaştırmalarına mesnet teşkil eden test bulguları ise Tablo 6. 8. 2. 1. 3. 1 içerisinde sunulmuştur. C tipi model denemelerimiz dışındaki tüm model tiplerinde tesadüfi etkili panel modellerin üstünlüğüne hükmedilmektedir. MODEL III-C tasarımlarında ise sabit etki modeli daha geçerli bulunmuştur.

Tablo 6. 8. 2. 1. 3. 1: MODEL III - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL III	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	10,61 (0,060)	95,92 (0,000)	2,77 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	10,73 (0,097)	73,82 (0,000)	2,53 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
C	13,91 (0,031)	96,12 (0,000)	2,81 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
D	13,38 (0,063)	73,98 (0,000)	2,56 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 2. 1. 3. 2'deki nihai model sonuçlarına göre; tüm tesadüfi ve sabit ekili modellerin 5 % düzeyinde genel geçerlilik koşulunu sağladıkları anlaşılmıştır. Yabancı payı değişkeninin tüm modellerde ROE üzerinde ters yönde anlamlı bir etki meydana getirdiği görülmektedir. Kurumsal yatırımcı oranının (KURY) da ROE üzerinde benzer şekilde anlamlı ve ters yönlü bir etkiye sahip olduğu belirlenmiş olup, halka açıklık oranı (HAO) değişkeninin yine ters yönlü olan etkisi bazı modellerde önemli kabul edilmiştir. Aktif büyüklüğü (VALOG) değişkeninin karlılık üzerindeki olumlu ve anlamlı olan etkisi modellere yansımıştır. YAS değişkenine atfedilen pozitif katsayı tahmini, bu değişkenin tek kontrol değişkeni olarak yer aldığı model denemesinde anlamlı bulunmuştur. Diğer sahiplik yapısı değişkenlerinin ROE etkilerinin önemli olduğu yönündeki görüşü destekleyecek yeterli bulguya ulaşılamamıştır.

Modellerin tamamında değişen varyans ve kesitler arası bağımlılık durumlarına rastlanmıştır. Dirençli tahmincilerin kullanılmış olması bu açıdan önemli ve gereklidir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 3. 2: Sınai Endeksi MODEL III Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROE		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL III-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL III-B Tesadüfi Etkili Model	MODEL III-C Sabit Etkili Model	MODEL III-D Tesadüfi Etkili Model
C		0,215* (0,000)	-0,367** (0,034)	-0,135 (0,386)	-0,372** (0,033)
Bağımsız	ORTAK	-0,010 (0,434)	-0,012 (0,341)	-0,025 (0,122)	-0,017 (0,162)
	KURY	-0,208* (0,001)	-0,207* (0,000)	-0,059 (0,508)	-0,203* (0,001)
	HAO	-0,134** (0,013)	-0,099*** (0,067)	-0,079 (0,295)	-0,094*** (0,085)
	EBOP	-0,002 (0,691)	0,026 (0,659)	0,031 (0,808)	-0,031 (0,605)
	YABP	-0,242* (0,003)	-0,254* (0,002)	-0,247** (0,040)	-0,254* (0,002)
Kontrol	YAS	---	---	0,007** (0,033)	0,0005 (0,592)
	VALOG	---	0,029* (0,000)	---	0,029* (0,001)
MODEL F ist.		---	---	2,99* (0,000)	---
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		---	---	2,81* (0,000)	---
MODEL Wald Ki-Kare ist.		51,97* (0,001)	68,19* (0,000)	---	67,84* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		16,16* (0,000)	17,05* (0,000)	20,18* (0,000)	17,34* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	---	3,79* (0,000)	---
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 62,19* (0,000)	LR: 49,81* (0,000)	Wald: 220000,3* (0,000)	LR: 49,97* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,012 Gruplar Arası: 0,291 Genel: 0,098	Grup İçi: 0,013 Gruplar Arası: 0,354 Genel: 0,119	Grup İçi: 0,020 Gruplar Arası: 0,076 Genel: 0,034	Grup İçi: 0,014 Gruplar Arası: 0,352 Genel: 0,119
Rho		0,162	0,145	0,235	0,147

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.1.4. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model IV Tasarımlarına Ait Sonuçlar

TOBİN Q performans ölçütünün bağımlı değişken olarak kullanıldığı bu model tasarımlarına ait Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin bulgular EK 'de raporlanmış olup, model karşılaştırmalarını içeren özet tablo aşağıda sunulmuştur. İlk üç model tipinde, tesadüfi etkili panel modellerinin gerek OLS gerekse de sabit etkili panel modellerine kıyasla daha başarılı ve geçerli oldukları tespit edilirken, kontrol değişkenlerinin

birlikte yer aldıkları son model tipinde sabit etkili model ön plana çıkmıştır. Başarılı bulunan nihai modellere ait özet sonuçlar ise Tablo 6. 8. 2. 1. 4. 2’de ayrıca verilmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 4. 1: MODEL IV - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL IV	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	5,06 (0,408)	1394,11 (0,000)	14,15 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	7,67 (0,263)	1307,39 (0,000)	13,35 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
C	11,73 (0,068)	1396,98 (0,000)	14,52 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
D	23,52 (0,001)	1313,11 (0,000)	13,89 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 2. 1. 4. 2: Sınai Endeksi MODEL IV Sonuçları

Bağımlı Değişken: TOBİN Q		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL IVA Tesadüfi Etkili Model	MODEL IV-B Tesadüfi Etkili Model	MODEL IV-C Tesadüfi Etkili Model	MODEL IV-D Sabit Etkili Model
C		0,761* (0,001)	2,943* (0,003)	0,172 (0,616)	4,867* (0,002)
Bağımsız	ORTAK	0,040 (0,372)	0,062 (0,185)	0,017 (0,717)	0,003 (0,943)
	KURY	0,077 (0,763)	0,035 (0,889)	0,126 (0,621)	0,327 (0,240)
	HAO	-0,460** (0,024)	-0,591* (0,005)	-0,310 (0,146)	-0,117 (0,621)
	EBOP	1,511* (0,000)	1,506* (0,000)	1,424* (0,000)	1,483* (0,000)
	YABP	-0,106 (0,758)	-0,053 (0,878)	-0,133 (0,700)	-0,170 (0,653)
Kontrol	YAS	---	---	0,015** (0,022)	0,075* (0,000)
	VALOG	---	-0,109* (0,000)	---	-0,366* (0,000)
MODEL F ist.		---	---	---	8,38* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		---	---	---	13,59* (0,000)
MODEL Wald Ki-Kare ist.		40,53* (0,000)	49,06* (0,000)	45,86* (0,000)	---
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		56,20* (0,000)	56,74* (0,000)	56,76* (0,000)	18,89* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	---	---	10,91* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testlerii)		LR: 609,32* (0,000)	LR: 573,28* (0,000)	LR: 613,82* (0,000)	Wald: 190000,4* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,033 Gruplar Arası: 0,089 Genel: 0,070	Grup İçi: 0,031 Gruplar Arası: 0,136 Genel: 0,100	Grup İçi: 0,043 Gruplar Arası: 0,081 Genel: 0,065	Grup İçi: 0,062 Gruplar Arası: 0,076 Genel: 0,060
Rho		0,604	0,589	0,610	0,730

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

Model IV tasarımlarında kesitler arası bağımlılık ve değişen varyans sorunlarının mevcut olduğu açıktır. Bu sorun dirençli tahminci uygulamasıyla aşılmaya çalışılmıştır. Tüm model önerileri 1 % önem düzeyinde geçerli kabul edilebilirler. En büyük ortak payını temsil eden EBOP değişkeni Tobin Q oranı üzerinde aynı yönde ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Bazı modellerde halka açıklık oranının performans üzerinde ters yönlü önemli bir etki meydana getirdiği tespit edilmiş olup, yaş değişkeninin performansı olumlu etkilediği anlaşılmıştır. Buna karşın aktif büyüklüğünün performans etkisi ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı

çıkmıştır. Sabit etki modelinde model sabitinin kesite ve zamana bağlı olarak değişebileceği anlaşılmıştır.

6.8.2.1.5. Sınai Endeksi Sahiplik Yapısı-Finansal Performans Model V Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Bu modelleme grubunun bağımlı değişkeni Altman'ın Z-Skor denkleminde hesapladığımız ZSKOR değerleridir. Dört ayrı model tipi, benzer şekilde uygun bağımsız ve kontrol değişkeni kombinasyonları kullanılarak oluşturulmuşlardır. Geliştirilen modellere ait sabit ve tesadüfi etkiler model çıktıları ile OLS-Panel ve Sabit-Tesadüfi model sınamalarına ilişkin çıkarımlar EK 'de yer almaktadır. Model karşılaştırmaları Tablo 6. 8. 2. 1. 5. 1'deki bulgular doğrultusunda gerçekleştirilmiştir. Model kıyaslama sonuçlarına göre; tüm model denemelerimizde sabit etkili panel modellerin daha geçerli ve başarılı olduklarına hükmedilmiştir. Panel veri modellerinin OLS modellerine olan üstünlüğü de göze çarpmaktadır. Başarılı bulunan nihai modellerin özet sonuçları Tablo 6. 8. 2. 1. 5. 2'deki gibidir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 5. 1: MODEL V - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL V	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	216,69 (0,000)	2,74 (0,049)	2,87 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	216,39 (0,000)	2,71 (0,048)	2,86 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
C	219,23 (0,000)	2,90 (0,044)	2,90 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
D	222,42 (0,000)	2,65 (0,050)	2,91 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 2. 1. 5. 2'deki bulgulara göre; tüm modellerin değişen varyans ve kestiler arası bağımlılık sorunlarına sahip oldukları belirlenmiştir. Dirençli tahminci kullanımı yardımıyla bu sorunun çözülmesi sağlanmıştır. Tüm modellerin genel geçerlilik sınamaları olumlu sonuçlanmış olup, KURY ve YABP değişkenlerinin tüm modellerde performans üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu hizmet endeksine ilişkin model bulgularından farklıdır. Sahiplik yapısı ile ilgili diğer bağımsız değişkenlere ilişkin anlamlı bir etki öngörülmemiştir. Sabit etkili modellerin tamamında 5 % düzeyinde model sabitinin kesite bağlı olarak değişebildiği görülmüştür. Bu nedenle, kukla değişkenli LS modellerine (LSDV) başvurulabilir. Kontrol değişkenlerinin modele dahil edilmeleri model geçerliliklerini olumlu etkilemiştir. YAS değişkeninin performans üzerindeki

etkisi 5 % ve 10 % düzeylerinde anlamlı bulunmuş ve ilişkinin aynı yönde olduğuna hükmedilmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 1. 5. 2: Sınai Endeksi MODEL V Sonuçları

Bağımlı Değişken: ZSKOR		MODEL KATSAYISI (p-değeri)			
		MODEL V-A Sabit Etkili Model	MODEL V-B Sabit Etkili Model	MODEL V-C Sabit Etkili Model	MODEL V-D Sabit Etkili Model
C		-3,829 (0,443)	-5,376 (0,848)	-17,916*** (0,065)	28,849 (0,364)
Bağımsız	ORTAK	-0,152 (0,586)	-0,526 (0,589)	-1,060 (0,286)	-1,004 (0,312)
	KURY	16,202* (0,003)	16,227* (0,004)	16,864* (0,002)	16,506* (0,003)
	HAO	-0,178 (0,967)	-0,088 (0,985)	3,212 (0,494)	2,714 (0,564)
	EBOP	-6,498 (0,413)	-6,495 (0,414)	-7,708 (0,333)	-8,884 (0,267)
	YABP	61,093* (0,000)	61,058* (0,000)	60,344* (0,000)	61,041* (0,000)
Kontrol	YAS	---	---	0,355*** (0,091)	0,665** (0,022)
	VALOG	---	0,078 (0,955)	---	-2,964 (0,123)
MODEL F ist.		27,08* (0,000)	22,54* (0,000)	23,09* (0,000)	20,17* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki F Testi		2,87* (0,000)	2,86* (0,000)	2,90* (0,000)	2,91* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		0,82 (0,587)	1,08 (0,374)	0,46 (0,882)	0,43 (0,903)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		6,77* (0,000)	6,70* (0,000)	15,02* (0,000)	16,95* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald Testi)		750000,43* (0,000)	740000,2* (0,000)	680000,7* (0,000)	460000,5* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,132 Gruplar Arası: 0,394 Genel: 0,04	Grup İçi: 0,132 Gruplar Arası: 0,393 Genel: 0,003	Grup İçi: 0,135 Gruplar Arası: 0,347 Genel: 0,003	Grup İçi: 0,137 Gruplar Arası: 0,271 Genel: 0,003
Rho		0,510	0,509	0,517	0,559

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.2. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans Modelleri

Uygulama çalışmamızın bu bölümünde, sınai endeksinde yer alan işletmelerin finansal performans göstergeleri ile sermaye yapısını değişkenleri (TBTV ve BDVK) arasındaki doğrusal ilişkiyi ortaya koymaya yönelik olarak gerçekleştirilen regresyon analizlerine ilişkin ampirik bulgulara yer verilmiştir. 5 ayrı finansal performans ölçütünün ayrı ayrı bağımlı değişken olarak kullanıldıkları, sadece TBTV

değişkenine dayalı olarak üretilen A tipi modeller ile TBTV değişkeni ve BDVK kontrol değişkenin birlikte kapsandığı B tipi modeller geliştirilmiştir. Toplamda, 10 farklı modelin üretimi OLS ve panel regresyon yaklaşımlarıyla gerçekleştirilmiştir.

6.8.2.2.1. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VI Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Piyasa değeri – defter değeri oranının (PDDD) bağımlı değişken olarak kullanıldığı MODEL VI tasarımlarına ait OLS-Panel ve Sabit Etki-Tesadüfi Etki mukayeselerine ilişkin önemli bulgulara Tablo 6. 8. 2. 2. 1. 1’de yer verilmiş olup, sabit ve tesadüfi etkili panel veri modellerinin program çıktıları EK ’te sunulmuştur. Model karşılaştırması sonucunda, sabit etkili panel regresyon modellerinin OLS ve tesadüfi etkili panel modellerine kıyasla daha başarılı oldukları tespit edilmiştir. Tablo 6. 8. 2. 2. 1. 2’de söz konusu sabit etkili panel veri modellerinin özet sonuçları yer almaktadır.

Tablo 6. 8. 2. 2. 1. 1: MODEL VI - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VI	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	8,12 (0,004)	643,07 (0,000)	7,28 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	14,28 (0,001)	563,65 (0,000)	6,82 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Sabit etkili modellere ait bilgiler ışığında, her iki modelin de 1 % anlamlılık seviyesinde geçerli olduklarına hükmedilmiştir. Sermaye yapısı değişkeninin PDDD üzerinde, 1 % önem düzeyi için, anlamlı ve aynı yönde bir değişim meydana getirdiği söylenebilir. Vergi kalkanı (BDVK) için benzer bir tespit yapılamamıştır. Modellerde değişen varyans, kesitler arası bağımlılık ve zaman/kesite bağlı olarak değişen model sabiti olguları tespit edilmiştir. LSDV modellerinin kullanımı daha uygun olabilir.

Tablo 6. 8. 2. 2. 1. 2: Sınai Endeksi MODEL VI Sonuçları

Bağımlı Değişken: PDDD		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VI-A Sabit Etkili Model	MODEL VI-B Sabit Etkili Model
C		-0,615 (0,141)	-1,108** (0,033)
Bağımsız	TBTV	6,256* (0,000)	6,373* (0,000)
Kontrol	BDVK	---	11,948 (0,110)
MODEL F ist.		41,93* (0,000)	22,28* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki Testi F		7,28* (0,000)	6,82* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		3,05* (0,002)	3,24* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		49,06* (0,000)	47,53* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald)		12.000* (0,000)	250000* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,045 Gruplar Arası: 0,014 Genel: 0,020	Grup İçi: 0,048 Gruplar Arası: 0,027 Genel: 0,029
Rho		0,468	0,461

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.2.2. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VII Tasarımlarına Ait Sonuçlar

MODEL VII tasarımları kapsamında, ROA finansal performans değişkeni bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Tasarıma bağlı olarak geliştirilen A ve B tipi modellerin OLS ve panel regresyon karşılaştırmalarına ait tespitlerimiz, Tablo 6. 8. 2. 2. 2. 1'deki gibi olmuştur. Program çıktıları ise EK 'te yer almaktadır. Model kıyasında, kontrol değişkeninin yer almadığı birinci model için tesadüfi etkili panel modelin OLS ve sabit etkili modele baskın olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan, kontrol değişkenli ikinci modelde sabit etkili model daha geçerli bulunmuştur. Söz konusu iki modelin sonuçları Tablo 6. 8. 2. 2. 2. 2'de yer almaktadır.

Tablo 6. 8. 2. 2. 1: MODEL VII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VII	SABİT – TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ – OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	3,52 (0,061)	468,40 (0,000)	5,78 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	14,87 (0,001)	513,30 (0,000)	6,43 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Tablo 6. 8. 2. 2. 2’de yer verilmiş olan model sonuçlarının esas alındığında; tüm modellerin 1 % önem düzeyinde geçerlilik arz ettikleri söylenebilir. Modellerde değişken katsayı tahminleri ve model sabitleri yine 1 % düzeyinde anlamlı bulunmuşlardır. TBTV ve BDVK değişkenlerinin ROA performans ölçütü üzerindeki anlamlı bulunan etkileri, negatif katsayı atfıyla modele yansıtılmıştır. Bu sonuç, hizmet endeksi model sonuçlarıyla benzeşmektedir. Borçlanma arttıkça, kârlılığın azaldığı ve vergi kalkanının etkisinin beklendiği şekilde gerçekleşmediği görülmüştür. Sabit etki modelinde yer alan sabitin işletme ve zaman bazında değişebildiği anlaşılmıştır. Ayrıca her iki modelde de değişen varyans ve kesitler arası bağımlılık sorunları söz konusudur.

Tablo 6. 8. 2. 2. 2: Sınai Endeksi MODEL VII Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROA		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VII-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL VII-B Sabit Etkili Model
C		0,160* (0,000)	0,226* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-0,249* (0,000)	-0,290* (0,000)
Kontrol	BDVK	---	-1,337* (0,000)
MODEL F ist.		---	106,85* (0,000)
MODEL Wald ist.		195,57* (0,000)	---
Kesite Dayalı Sabit Etki Testi F		---	6,43* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	10,43* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		24,72* (0,000)	23,67* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 228,32* (0,000)	Wald: 22911,5* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,139 Gruplar Arası: 0,335 Genel: 0,229	Grup İçi: 0,193 Gruplar Arası: 0,304 Genel: 0,236
Rho		0,347	0,445

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.2.3. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL VIII Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Özkaynak karlılığı finansal performans ölçütünün bağımlı değişken olarak yer aldığı MODEL VIII tasarımlarına bağlı A ve B tipi modellerin OLS ve panel regresyon karşılaştırmalarına ilişkin test sonuçları Tablo 6. 8. 2. 2. 3. 1’de yer almaktadır. Modellerin analiz çıktıları ise EK ‘te verilmiştir. İlgili model tasarımları mukayese edildiklerinde; sabit etkili modellerin tesadüfi etkili modellere, tesadüfi etkili modellerin ise OLS modellerine göre daha geçerli oldukları belirlenmiştir. En iyi model olarak seçilen sabit etkili panel modellerinin özet sonuçları Tablo 6. 8. 2. 2. 3. 2’de sunulmuştur.

Tablo 6. 8. 2. 2. 3. 1: MODEL VIII - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL VIII	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	11,27 (0,001)	178,60 (0,000)	3,60 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	16,88 (0,000)	183,16 (0,000)	3,72 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

BDVK bağımsız değişkeninin açıklayıcı değişken olarak yer aldığı ve almadığı her iki sabit etkili panel modeli 1 % anlamlılık düzeyinde geçerli bulunmuştur. Söz konusu modellerde TBTV sermaye yapısı oranının finansal performans üzerinde ters yönlü bir etkiye sahip olduğu ve tespit edilen bu etkinin 1 % anlamlılık düzeyinde önemli kabul edilebileceği anlaşılmıştır. Diğer yandan, BDVK kontrol değişkeninin de modellerde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunan bir katsayıyla eşleştirildiği görülmektedir.

Tablo 6. 8. 2. 2. 3. 2: Sınai Endeksi MODEL VIII Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROE		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL VI-A Sabit Etkili Model	MODEL VI-B Sabit Etkili Model
C		0,357* (0,000)	0,500* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-0,670* (0,000)	-0,704* (0,000)
Kontrol	BDVK	---	-3,493* (0,000)
MODEL F ist.		82,73* (0,000)	62,75* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki Testi F		3,60* (0,000)	3,72* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		5,73* (0,000)	4,57* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		26,47* (0,000)	23,02* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald)		59.000* (0,000)	23000* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,085 Gruplar Arası: 0,171 Genel: 0,101	Grup İçi: 0,123 Gruplar Arası: 0,197 Genel: 0,129
Rho		0,318	0,335

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

Model sabitinin kesit ve zaman bazında değişiklik gösterebildiği de anlaşılmıştır. Diğer yandan, modellerimiz değişken varyans ve kesitler arası bağımlılık sorunsallarına sahip görünmektedir.

6.8.2.2.4. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL IX Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Önemli bir finansal performans ölçütü olan TOBİN Q oranının açıklanan değişken olarak kabul edildiği MODEL IX tasarımlarının program çıktılarına EK 'te yer verilmiş olup, OLS ve panel veri modelleri arasındaki mukayese sonuçları Tablo 6. 8. 2. 2. 4. 1'deki gibi raporlanmıştır. Kontrol değişkenini içermeyen ilk model tipinde tesadüfi etki modeli öne çıkarken, kontrol değişkenini de kapsayan ikinci tasarımda sabit etki modelinin üstünlüğüne hükmedilmektedir.

Tablo 6. 8. 2. 2. 4. 1: MODEL IX - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL IX	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT – OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	0,28 (0,595)	1505,43 (0,000)	15,28 (0,000)	TESADÜFİ ETKİLİ PANEL
B	7,81 (0,020)	1435,26 (0,000)	15,14 (0,000)	SABİT ETKİLİ PANEL

Sabit etkili panel modellerimizin özet sonuçları Tablo 6. 8. 2. 2. 4. 2'de görülmektedir. Kontrol değişkenli sabit etki modelinin 5 % anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu görülmüş olup, BDVK değişkeninin ters yönlü ve 5 % önem düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek performans etkisine sahip olduğu anlaşılmıştır. Kontrol değişkeni içermeyen tesadüfi etkili modelin ancak 10 % önem düzeyinde geçerli olduğu söylenebilir. Bu modelde, TBTV değişkenine yine 10 % düzeyinde anlamlı olan negatif bir katsayı değeri atfedilmiştir. Sabit etkili modelde model sabitinin işletme ve yıl bazında değişiklik gösterebildiği görülmüştür. Bu nedenle, LSDV model denemeleri yapılarak işletme ve zamana dayalı ayrı modeller oluşturulabilir.

Her iki modelde de değişen varyans ve kesitler arası bağımlılık sorunları söz konusudur. Katsayı tahminlerinde dirençli standart hatalar kullanılmıştır. Böylelikle, değişen varyans sorununun aşılması amaçlanmıştır.

Tablo 6. 8. 2. 2. 4. 2: Sınai Endeksi MODEL IX Sonuçları

Bağımlı Değişken: TOBİN Q		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL IX-A Tesadüfi Etkili Model	MODEL IX-B Sabit Etkili Model
C		1,605* (0,000)	1,742* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-0,407*** (0,064)	-0,387 (0,117)
Kontrol	BDVK	---	-3,956** (0,038)
MODEL F ist.		---	3,17** (0,043)
MODEL Wald ist.		3,42*** (0,064)	---
Kesite Dayalı Sabit Etki Testi F		---	15,14* (0,000)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		---	12,88* (0,000)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		62,49* (0,000)	60,24* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald ve LR Testleri)		LR: 648,12* (0,000)	Wald: 41000* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,002 Gruplar Arası: 0,015 Genel: 0,01	Grup İçi: 0,007 Gruplar Arası: 0,001 Genel: 0,001
Rho		0,616	0,637

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.2.5. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı-Finansal Performans MODEL X Tasarımlarına Ait Sonuçlar

Bu model tasarımlarında, ZSKOR değişkeni bağımlı değişken olarak alınmıştır. Kontrol değişkeni içeren ve içermeyen model tiplerine ait OLS ve panel model karşılaştırmalarına ilişkin sonuçlar Tablo 6. 8. 2. 2. 5. 1'deki gibidir. İlk model tipinde de panel veri modellerinin OLS modellerine üstün oldukları, ikinci model tipinde ise tesadüfi etkili modelin OLS karşısında yetersiz kaldığı, ancak sabit etkili modelin OLS'ye üstünlük sağladığı görülmektedir. Panel veri modelleri arasında ise sabit etkili modellerin daha geçerli kabul edilebileceklerine hükmedilmiştir. Tablo 6. 8. 2. 2. 5. 2 içerisinde, başarılı bulunan saabit etkili modellere ait bulgular sunulmuştur.

Tablo 6. 8. 2. 2. 5. 1: MODEL X - Panel ve OLS Model Karşılaştırmaları

MODEL X	SABİT - TESADÜFİ ETKİ SINAMASI (Hausman Testi)	TESADÜFİ - OLS SINAMASI (Breusch-Pagan LM)	SABİT - OLS SINAMASI (F-TESTİ)	En İyi Model Kararı
A	17,14 (0,000)	3,08 (0,040)	1,41 (0,005)	SABİT ETKİLİ PANEL
B	20,07 (0,000)	1,61 (0,102)	1,36 (0,010)	SABİT ETKİLİ PANEL

Takip eden tablo incelendiğinde, her iki modelin 1 % anlamlılık düzeyinde geçerli oldukları görülürken, her iki modelde de TBTV ve BDVK sermaye yapısı ile ilgili değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı ve negatif katsayı değerlerine sahip oldukları anlaşılmaktadır. Bu bulgu, borçlanma düzeyi arttıkça, finansal başarısızlık olasılığının da artacağı anlamını taşımaktadır. BDVK kontrol değişkeninin modele dahil edilmiş olması, TBTV'nin katsayısının anlamlılığında ve işaretinde bir değişiklik meydana getirmemiştir. Üretilen bu modellerde kesitler arası bağımlılık ve değişen varyans sorunları söz konusudur. Model sabitinin işletme ve zaman bazında değişiklik gösterebileceği sonucuna ulaşılmıştır. LSDV modelleri kullanılarak işletme ve yıl bazında ayrı analiz ve modellemeler gerçekleştirilebilir.

Tablo 6. 8. 2. 2. 5. 2: Sınai Endeksi MODEL X Sonuçları

Bağımlı Değişken: ZSKOR		MODEL KATSAYISI (p-değeri)	
		MODEL X-A Sabit Etkili Model	MODEL X-B Sabit Etkili Model
C		17,094* (0,000)	23,298* (0,000)
Bağımsız	TBTV	-39,279* (0,000)	-40,784* (0,000)
Kontrol	BDVK	---	-153,278* (0,000)
MODEL F ist.		63,39* (0,000)	40,46* (0,000)
Kesite Dayalı Sabit Etki Testi F		1,41* (0,005)	1,36* (0,010)
Zamana Dayalı Sabit Etki Testi		1,57 (0,129)	0,86 (0,552)
Kesitler Arası Bağımlılık Testi (Pesaran CD)		20,95* (0,000)	5,32* (0,000)
Değişen Varyans Testi (Wald)		2100000* (0,000)	620000* (0,000)
Ayarlı R-Kare		Grup İçi: 0,066 Gruplar Arası: 0,224 Genel: 0,075	Grup İçi: 0,083 Gruplar Arası: 0,276 Genel: 0,095
Rho		0,185	0,188

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.3. Sınai Endeksi Sermaye Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bağlantısına İlişkin Sonuçlar

Çalışmanın bu bölümünde, sınai endeksinde yer alan ve örnekleme dahil edilen 112 işletmeye ait sermaye ve sahiplik yapısı verileri kullanılarak gerçekleştirilen Granger nedensellik ve Kao-Engle-Granger eşbütünleşme analizlerinin sonuçlarına yer verilmiştir. Tüm değişken serilerinin seviye değerlerinde birim kök bulunmadığından, analizlerde orijinal veri setleri kullanılmıştır. Uygun gecikme uzunluklarının tespitinde, kullanılan paket programın otomatik gecikme uzunluğu belirleme opsiyonu, AIC'e dayalı olarak, tercih edilmiştir.

6.8.2.3.1. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TBTv ve BDVK değişkenleri ile sahiplik yapısını temsil değişkenler arasında anlamlı eşbütünleşme ilişkilerinin varlığını test etmek amacıyla, panel eşbütünleşme testleri arasında yer alan hata terimlerine dayalı Kao test tekniği kullanılmış, uygun gecikme uzunluğu tespitinde, daha önce belirtildiği üzere, AIC kriterini baz alan otomatik seçim fonksiyonu tercih edilmiştir. Dönem sayısının az olması nedeniyle Johansen-Juselius eşbütünleşme sınaması gerçekleştirilememiştir. Bahsi geçen testin sonuçları Tablo 6. 8. 2. 3. 1.'de verilmiştir. TBTv ve BDVK ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında 1 % önem düzeyi için anlamlı kabul edilebilecek ikili eşbütünleşme ilişkilerinin varlığına hükmedilmiştir.

Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 1: Kao Hata Terimleri Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Değişken Grubu	ADF Test İstatistiği
	AIC (p-değeri)
TBTv ve Sahiplik Değişkenleri	-3,063* (0,001)
BDVK ve Sahiplik Değişkenleri	-8,425* (0,000)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

H₀: Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

Engle-Granger esaslı değişkenler arası ikili eşbütünleşme denklemlerine ait katsayı tahminleri ve anlamlılık testi özet sonuçları, Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 2 ve Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 3'de yer almaktadır. YAS ve VALOG değişkenlerinden TBTv'ye doğru pozitif eşbütünleşme ilişkisi mevcut iken; HAO'dan TBTv'ye doğru anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. EBOP'tan TBTv'ye doğru olan negatif ilişkin ya da etki ancak 10 % önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur. TBTv'den KURY, YAS

ve VALOG değişkenlerine doğru uzun dönemli aynı yönde ilişkiler tespit edilmiş olup, HAO'ya doğru olan ilişkinin ters yönlü olduğu gözlenmiştir.

TBTV ile çift yönlü eşbütünleşme ilişki içerisinde olan değişkenler HAO, YAS ve VALOG şeklinde belirlenmiştir. EBOP ve KURY değişkenleri ile TBTV arasında öngörülen eşbütünleşme ilişkileri tek yönlüdür. Diğer sahiplik yapısı değişkenleri ile TBTV arasında istatistiksel olarak anlamlı eşbütünleşme ilişkilerine rastlanmamıştır.

Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 2: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	(Sabit İçeren Model) Bağımsız Değişken	KATSAYI (p-değeri)	EŞBÜTÜNLEŞME İLİŞKİSİ
TBTV	ORTAK	0,011 (0,237)	İLİŞKİ YOK
	KURY	0,235 (0,137)	İLİŞKİ YOK
	HAO	-0,414** (0,013)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	YAS	0,006* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
	EBOP	-14,608*** (0,074)	İLİŞKİ YOK
	YABP	6,205 (0,221)	İLİŞKİ YOK
	VALOG	0,104* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
ORTAK	TBTV	0,074 (0,716)	İLİŞKİ YOK
KURY		0,092** (0,014)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
HAO		-0,444* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
YAS		12,042* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
EBOP		0,020 (0,492)	İLİŞKİ YOK
YABP		0,031 (0,157)	İLİŞKİ YOK
VALOG		1,327* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 3'e göre; BDVK değişkeninden sahiplik yapısı değişkenlerinin tamamına doğru en azından 5 % seviyesinde anlamlı eşbütünleşme ilişkileri tespit edilmiştir. Bu ilişkilerin işareti KURY, HAO ve YABP değişkenleri için pozitif olup diğer değişkenler için negatif hesaplanmıştır. Diğer yandan, YABP dışındaki tüm sahiplik yapısı değişkenlerinden BDVK değişkenine doğru en az 5%

seviyesinde anlamlı eşbütünleşme ilişkilerine hükmedilmiştir. Bu ilişkilerin KURY ve HAO değişkenleri için aynı yönlü, diğer değişkenlerde ters yönlü oldukları anlaşılmıştır.

YABP değişkeni dışındaki sahiplik yapısı değişkenleri ile BDVK arasında istatistiksel olarak anlamlı çift yönlü eşbütünleşme ilişkileri ortaya konulmuştur.

Tablo 6. 8. 2. 3. 1. 3: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki İkili Eşbütünleşme Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	(Sabit İçeren Model) Bağımsız Değişken	KATSAYI (p-değeri)	EŞBÜTÜNLEŞME İLİŞKİSİ
BDVK	ORTAK	-0,004** (0,013)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	KURY	0,118* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
	HAO	0,072* (0,002)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
	YAS	-0,001* (0,542)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	EBOP	-6,677* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
	YABP	0,133 (0,886)	İLİŞKİ YOK
	VALOG	-0,016* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
ORTAK	BDVK	-6,212** (0,049)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
KURY		2,134* (0,000)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
HAO		4,740* (0,003)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
YAS		-147,62* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
EBOP		-0,995** (0,040)	NEGATİF İLİŞKİ VAR
YABP		0,627** (0,049)	POZİTİF İLİŞKİ VAR
VALOG		-20,414* (0,000)	NEGATİF İLİŞKİ VAR

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.3.2. Nedensellik Testi Sonuçları

Sahiplik yapısı değişkenleri ile TBTV ve BDVK değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkileri, panel veri Granger Nedensellik testi yardımıyla 3 dönem gecikme düzeyine kadar incelenmiştir. YAS değişkeni test istatistiklerinin hesaplanmasına olanak tanımadığı için analiz dışında tutulmuştur. Söz konusu nedensellik testlerine ait ampirik bulgular Tablo 6. 8. 2. 3. 2. 1 ve Tablo 6. 8. 2. 3. 2. 2’de yer almaktadır.

Tablo 6. 8. 2. 3. 2. 1'deki F istatistikleri incelendiğinde; TBTV, 1 dönem gecikme için ORTAK ve YABP'nin nedenseli kabul edilirken, 2 dönem gecikmede HAO, YABP ve VALOG'un anlamlı nedenseli durumundadır. 3 dönem gecikme seviyesinde ise TBTV'den HAO ve VALOG'a doğru anlamlı bir nedensellik etkisi mevcuttur. Diğer yandan, KURY ve YABP'den 2 dönem gecikme için TBTV'ye doğru anlamlı nedensellik etkileri tespit edilmiştir. 3 dönem gecikmede ise yalnızca YABP'den TBTV'ye doğru olan nedensellik etkisi önemli görülmüştür. Bulgular ışığında, TBTV'nin sahiplik yapısı üzerinde göreceli olarak daha belirleyici olduğu söylenebilir.

Tablo 6. 8. 2. 3. 2. 1: TBTV ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisi Yönü		1 Dönem Gecikme	2 Dönem Gecikme	3 Dönem Gecikme
		F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)
TBTV →	ORTAK	11,433* (0,000)	1,876 (0,154)	0,275 (0,843)
	HAO	0,716 (0,398)	6,061* (0,002)	7,462* (0,000)
	EBOP	1,219 (0,270)	1,725 (0,178)	0,984 (0,400)
	YABP	10,821* (0,001)	2,542*** (0,079)	0,934 (0,424)
	VALOG	0,497 (0,481)	9,015* (0,000)	5,313* (0,001)
	KURY	1,696 (0,193)	0,901 (0,406)	0,855 (0,464)
ORTAK →	TBTV	0,323 (0,570)	1,765 (0,172)	1,472 (0,221)
HAO →		1,425 (0,233)	0,733 (0,481)	1,870 (0,133)
EBOP →		1,507 (0,220)	0,462 (0,630)	1,232 (0,297)
YABP →		1,017 (0,313)	4,104** (0,017)	2,862** (0,036)
VALOG →		2,820*** (0,093)	1,638 (0,195)	1,711 (0,163)
KURY →		1,095 (0,296)	4,907* (0,008)	1,075 (0,359)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

BDVK ve sahiplik yapısı değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkilerine ait test sonuçlarını içeren Tablo 6. 8. 2. 3. 2. 2 dikkate alındığında, BDVK değişkeni 1 dönem gecikmede EBOP ve YABP'nin önemli nedenseli durumda iken, 3 dönem gecikme için VALOG ve KURY'nin anlamlı bir nedenseli haline gelmektedir. Buna karşın, VALOG tüm gecikme seviyelerinde BDVK üzerinde anlamlı bir nedensellik

etkisine sahip olmuştur. Diğer değişkenler ve gecikme seviyeleri için istatistiksel olarak önemli nedensellik etkileri tespit edilememiştir.

Tablo 6. 8. 2. 3. 2: BDVK ve Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisi Yönü		1 Dönem Gecikme	2 Dönem Gecikme	3 Dönem Gecikme
		F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)	F-ist (p-değeri)
BDVK →	ORTAK	2,848*** (0,092)	1,315 (0,269)	0,577 (0,631)
	HAO	0,406 (0,524)	0,517 (0,596)	2,508*** (0,058)
	EBOP	3,850** (0,050)	0,932 (0,394)	1,138 (0,332)
	YABP	15,201* (0,000)	1,084 (0,339)	0,904 (0,439)
	VALOG	0,259 (0,611)	2,855*** (0,058)	3,085** (0,027)
	KURY	2,299 (0,130)	2,449*** (0,087)	3,075** (0,027)
ORTAK →	BDVK	0,301 (0,583)	0,499 (0,607)	2,160*** (0,092)
HAO →		2,286 (0,131)	0,878 (0,154)	1,164 (0,323)
EBOP →		1,607 (0,205)	0,848 (0,429)	0,164 (0,921)
YABP →		0,005 (0,944)	0,247 (0,781)	0,613 (0,607)
VALOG →		5,992** (0,015)	17,396* (0,000)	8,857* (0,000)
KURY →		0,009 (0,923)	2,661*** (0,070)	2,388*** (0,068)

* 1 % düzeyinde önemli ** 5 % düzeyinde önemli *** 10 % düzeyinde önemli

6.8.2.4. Sınai Endeksi İşletmelerine İlişkin Bulguların Genel Değerlendirmesi

Sınai endeksi işletmelerine ait veri setinin kullanıldığı bu bölümün ampirik bulguları, araştırma hipotezleri çerçevesinde genel olarak değerlendirildiğinde, aşağıdaki vardamalara ulaşılmıştır ($\alpha = 0,05$):

BULGU:

- En büyük ortağın payı ve yabancı payı, PDDD oranı üzerinde 5 % önem düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Diğer değişkenler için 5 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek ilişkiler bulunamamıştır. YAŞ değişkeninin aktif karlılığı üzerinde ters yönlü ve anlamlı bir etkisi tespit edilmiştir.

- Aktif karlılığı üzerinde, kurumsal yatırımcı ve halka açıklık oranı değişkenlerinin negatif ve anlamlı etkiler meydana getirdikleri, VALOG'un anlamlı bulunan etkisinin ise aynı yönde olduğu görülmüştür.

- Kurumsal yatırımcı, halka açıklık oranı ve yabancı payı değişkenlerinin ROE üzerinde ters yönlü ve anlamlı etki meydana getirdikleri, VALOG'un istatistiksel olarak anlamlı bulunan etkisinin ise pozitif olduğu belirlenmiştir.

- Halka açıklık oranı ve aktif büyüklüğü değişkenlerinin TOBIN Q oranı üzerindeki ters yönlü etkileri 5 % önem düzeyinde anlamlı bulunmuşlardır. Diğer yandan, en büyük ortağın payı ve yaş değişkenlerinin anlamlı etkilerinin pozitif olduğu gözlenmiştir.

- Yabancı yatırımcı ve kurumsal yatırımcı payları ile ve yaş değişkenlerinin ZSKOR değerini anlamlı bir şekilde aynı yönde etkiledikleri tespit edilmiştir. Diğer değişkenler açısından anlamlı performans etkilerine rastlanmamıştır.

SONUC: H₁ hipotezimiz EBOP, KURY, YAS, VALOG, HAO ve YABP değişkenleri için açıklanan finansal performans ölçütüne bağlı olarak, 5 % önem düzeyinde, kısmen doğru kabul edilmiştir.

BULGU:

- Kaldıraç oranının PDDD üzerindeki aynı yönlü etkisi 5 % önem düzeyinde anlamlı bulunurken, BDVK için anlamlı etki tespiti yapılamamıştır. Buna karşın, TBTV ve BDVK ile ROA arasındaki regresyon etkilerinin ters yönlü olduğuna hükmedilmiştir. Diğer değişkenlerin ROA ve PDDD etkileri anlamlı bulunmamıştır.

- TBTV ve BDVK oranlarının özkaynak karlılığı üzerindeki etkilerinin anlamlı ve ters yönlü oldukları görülmüştür.

- TOBIN Q oranı üzerindeki değişken etkilerinin yalnızca BDVK için 5 % düzeyinde anlamlı ve negatif olduğu gözlenmiştir.

- TBTV ve BDVK değişkenlerinin ZKOR üzerindeki etkilerinin yine anlamlı ve ters yönlü oldukları anlaşılmaktadır.

SONUC: H₂ hipotezinin TBTV ve BDVK değişkenleri açısından, 5 % anlamlılık düzeyinde finansal performans ölçütüne bağlı olarak kısmen geçerli olduğuna hükmedilmiştir.

BULGU:

- Halka açıklık oranı, yaş ve aktif büyüklüğü değişkenleri ile TBTV arasında çift yönlü eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

- YABP dışındaki tüm sahiplik yapısı değişkenleri ile BDVK arasında istatistiksel olarak anlamlı çift yönlü eşbütünleşme ilişkileri bulunmuştur.

SONUC: H₅ hipotezi; TBTV ile HAO ve VALOG değişkenleri arasındaki ikili ilişkiler için 5 % anlamlılık düzeyinde geçerli kabul edilmiştir. BDVK ve tüm sahiplik yapısı değişkenleri açısından ise iddianın geçerli olduğu görülmüştür.

BULGU:

- 1 dönem gecikmede TBTV, YABP ve ORTAK değişkenlerinin önemli nedenseli iken, 2 dönem gecikme için HAO ve VALOG açısından nedensellik etkisi meydana getirmektedir. Son gecikme seviyesinde ise TBTV'den HAO ve VALOG'a doğru nedensellik etkisi görülmüştür. İki dönem gecikme için YABP ve KURY'nin TBTV'nin nedenseli oldukları anlaşılmış olup, 3 dönem gecikme de ise YABP'den TBTV'ye doğru önemli nedensellik etkisi mevcuttur.

- İlk gecikme düzeyinde BDVK'dan EBOP ve YABP'ye doğru önemli bir etki söz konusu iken, VALOG'dan BDVK'ya doğru anlamlı kabul edilebilecek bir nedensellik etkisinden bahsedilebilir. İki dönem gecikmede sadece VALOG'dan BDVK'ya doğru anlamlı bir etki öngörülmüştür. 3 dönem gecikme dikkate alındığında ise BDVK'nın VALOG ve KURY değişkenlerinin Granger nedenseli olduğu, VALOG'dan BDVK'ya doğru ise önemli bir etkinin var olduğu tespit edilmiştir.

SONUC: H₃ hipotezimiz YABP ve KURY → TBTV ile VALOG → BDVK etkileri açısından, 5 % anlamlılık düzeyinde geçerli kabul edilmiştir. H₄ hipotezini 5 % seviyesinde, TBTV → YABP, VALOG, ORTAK ve HAO ile BDVK → EBOP, YABP, VALOG ve KURY ilişkileri çerçevesinde destekleyen yeterli bulgulara ulaşılmıştır.

7. SONUÇ

7.1. Tartışma ve Yorumlar

Bu tezin amacı BİST’de (Borsa İstanbul) pay senetleri işlem gören sınav ve hizmet endeksi işletmelerinin sahiplik ve sermaye yapılarının finansal performans üzerindeki etkileri ile sahiplik ve sermaye yapıları arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemektir. Çalışmada, 2006-2014 yılları arasında sürekli faaliyet gösteren ve ilgili endekslerde kesintisiz yer alan 142 adet işletmenin verilerinden yararlanılmıştır. Sahiplik yapısı değişkenleri olarak; en büyük ortağın pay oranı, kurumsal yatırımcı payı, halka açıklık oranları, ortak sayısı, yabancı yatırımcı payı gibi değişkenler kullanılırken, sermaye yapısını temsil etmek üzere kaldıraç oranı analize dahil edilmiştir. Piyasa Değeri/Defter Değeri, aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, Tobin Q oranı ve Altman eşitliğinden elde edilen Z skoru değişkenlerinin her biri yapılan regresyon uygulamalarında bağımlı değişken olarak kullanılmışlardır. Çalışmada ayrıca, bağımsız değişken statüsündeki sahiplik ve sermaye yapısı ölçütleri arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkileri de tespit edilmeye çalışılmıştır.

İşletmelerin sahiplik ve sermaye yapıları ve bu yapıların söz konusu işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkileri, neden-sonuç ilişkisi bağlamında ele alınması ve araştırılması zaruri olan önemli bir konudur. İşletmelerin sahiplik yapılarının finansal performans üzerindeki etkisini araştırmaya yönelik olarak geçmişte yapılmış bazı çalışmaların yanı sıra, yakın zamanda sermaye yapısının finansal performansa olan etkisine odaklanmış spesifik ampirik çalışmalar da göze çarpmaktadır. Ayrıca sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki karşılıklı ilişkiyi konu alan araştırmaların sayısında da belirgin bir artış gözlenmiştir.

Sermaye yapısı kararları işletme yöneticileri ve işletmenin paydaşları tarafından verilmektedir. Bu doğrultuda, işletmelerin sermaye yapılarına etkiye bulunan faktörlerin sahiplik yapısı ile ilgili olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle çalışmamızda optimal sermaye yapısını açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlara da yer verilmiştir.

İşletmelerin sermaye yapıları ile finansal performansları arasındaki ilişki, faaliyetlerini sürdürdükleri sektör ve ülkenin ekonomik durumuna bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Dolayısıyla, değişkenler arasındaki ilişkilerin net bir biçimde ortaya konabilmesi için analizlerimizde farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler ele alınmış olup, bu işletmelerin finansal verileri üzerine odaklanılmıştır.

Elde edilen sonuçlar endeks içerisinde yer alan sektörlere özgü bir gösterge niteliğinde olmayıp, çalışmaya konu edilen işletmelerin oluşturduğu endekslerin geneline atfedilebilir.

Finansal kaldıraçtan yararlanmanın bazı avantajları bulunmakla birlikte, finansal kaldıraç düzeyinde görülecek aşırı bir yükselişin neden olacağı finansal risk artışı işletmenin sektör içerisindeki göreceli risk profiline de olumsuz yansıtılabilmektedir. Bu nedenle, işletmenin finansal yönetiminden sorumlu birimler, sermaye yapısı olarak adlandırılan bu bileşimi meydana getirirken kaynaklar arasında uygunluk ve zaman açısından doğru bir değerlendirme ile seçim yaparak optimal sermaye yapısına ulaşmayı amaç edinmelidirler.

Yukarıda bahsi geçen bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri kullanılarak gerçekleştirilen regresyon, eşbütünlük ve nedensellik analizlerinin bulguları ışığında hizmet ve sınai endeksi şirketleri açısından önemli kabul edilebilecek sonuçlar ve değerlendirmeler ortaya konulmuştur. Bu bağlamda, hizmet endeksi için oluşturulan OLS ve panel regresyon modellerinin sonuçları genel olarak incelendiği takdirde aşağıdaki çıkarımlara ulaşılmıştır:

- En büyük ortağın payı ve kurumsal yatırımcı oranı, PDDD oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Halka açıklık oranının aynı performans ölçütü üzerinde 10 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek pozitif bir etkisi mevcuttur.

- YAŞ değişkeninin aktif karlılığı üzerinde ters yönlü ve anlamlı bir etkisi tespit edilmiştir.

- Sahiplik yapısı değişkenleri ile özkaynak karlılığı arasında herhangi bir anlamlı ilişki saptanamamıştır.

- Aktif büyüklüğü ve yaş değişkenlerinin TOBİN Q oranı üzerinde ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip oldukları belirlenmiştir. Kurumsal yatırımcı ve halka açıklık oranlarının TQ üzerindeki negatif etkileri ancak 10 % düzeyinde önemli bulunmuşlardır.

- Yabancı yatırımcı payı ve yaş değişkenlerinin ZSKOR değerini anlamlı bir şekilde etkilediği (ters yönlü etki) tespit edilmiş olup, aktif büyüklüğünün benzer şekilde, ancak 10 % seviyesinde önemli görülebilecek bir etkiye sahip olduğuna hükmedilmiştir.

- Kaldıraç oranı ve borç dışı vergi kalkını değişkenlerinin, ROA ile ters yönlü ilişki içerisinde olduklarına hükmedilmiştir. Vergi kalkınının PDDD oranı üzerindeki negatif etkisi, ancak 10 % önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

- TBTV oranının özkaynak karlılığı üzerindeki ters yönlü etkisi 10 % düzeyi için anlamlı görülmüştür.

- TBTV ile vergi kalkanı değişkenlerinin Tobin Q oranı üzerinde, 5 % anlamlılık düzeyinde, önemli ve ters yönlü bir etki yarattıkları belirlenmiş olup, kaldıraç oranı değişkeninin ZSKOR ile anlamlı ve negatif bir bağlantı içerisinde oldukları anlaşılmıştır.

Sınai endeksi işletmelerine ait regresyon modelleri doğrultusunda ulaştığımız önemli tespitler ise şu şekildedir:

- En büyük ortağın payı ve yabancı payı, PDDD oranı üzerinde 5 % önem düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Diğer değişkenler için 5 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek ilişkiler bulunamamıştır. YAŞ değişkeninin aktif karlılığı üzerinde ters yönlü ve anlamlı bir etkisi tespit edilmiştir.

- Aktif karlılığı üzerinde, kurumsal yatırımcı ve halka açıklık oranı değişkenlerinin negatif ve anlamlı etkiler meydana getirdikleri, VALOG'un anlamlı bulunan etkisinin ise aynı yönde olduğu görülmüştür.

- Kurumsal yatırımcı, halka açıklık oranı ve yabancı payı değişkenlerinin ROE üzerinde ters yönlü ve anlamlı etki meydana getirdikleri, VALOG'un istatistiksel olarak anlamlı bulunan etkisinin ise pozitif olduğu belirlenmiştir.

- Halka açıklık oranı ve aktif büyüklüğü değişkenlerinin TOBIN Q oranı üzerindeki ters yönlü etkileri 5 % önem düzeyinde anlamlı bulunmuşlardır. Diğer yandan, en büyük ortağın payı ve yaş değişkenlerinin anlamlı etkilerinin pozitif olduğu gözlenmiştir.

- Yabancı yatırımcı ve kurumsal yatırımcı payları ile ve yaş değişkenlerinin ZSKOR değerini anlamlı bir şekilde aynı yönde etkiledikleri tespit edilmiştir. Diğer değişkenler açısından anlamlı performans etkilerine rastlanmamıştır.

- Kaldıraç oranının PDDD üzerindeki aynı yönlü etkisi 5 % önem düzeyinde anlamlı bulunurken, BDVK için anlamlı etki tespiti yapılamamıştır. Buna karşın, TBTV ve BDVK ile ROA arasındaki regresyon etkilerinin ters yönlü olduğuna hükmedilmiştir. Diğer değişkenlerin ROA ve PDDD etkileri anlamlı bulunmamıştır.

- TBTV ve BDVK oranlarının özkaynak karlılığı üzerindeki etkilerinin anlamlı ve ters yönlü oldukları görülmüştür.

- TOBIN Q oranı üzerindeki değişken etkilerinin yalnızca BDVK için 5 % düzeyinde anlamlı ve negatif olduğu gözlenmiştir.

- TBTV ve BDVK değişkenlerinin ZKOR üzerindeki etkilerinin yine anlamlı ve ters yönlü oldukları anlaşılmaktadır.

- Öngörülen ilişkiler, sahiplik yapısı-finansal performans ile sermaye yapısı-finansal performans ilişkileri açısından sınai endeksinde daha güçlü gerçekleşmiştir.

Diğer yandan, hizmet endeksi şirketlerinin sermaye ve sahiplik yapıları arasındaki eşbütünleşme ve çift yönlü nedensellik ilişkilerinin incelendiği analiz kısmının temel çıkarımları ise aşağıda özetlendiği şekildedir:

- Kaldıraç oranı ile en büyük ortağın payı arasında 5 % düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek iki yönlü eşbütünleşme ilişkisi söz konusudur

- Halka açıklık oranı ve en büyük ortağın payı ile BDVK değişkeni arasında iki yönlü eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

- Yabancı payı ve kurumsal yatırımcı oranının kaldıraç oranına doğru 10 % seviyesinde önemli nedensellik ilişkileri mevcuttur. TBTV oranından aktif büyüklüğüne doğru 3 dönem gecikmede ve 10 % seviyesinde anlamlı bir nedensellik etkisi saptanmıştır.

- En büyük ortak payı değişkeninden, vergi kalkanı değişkenine doğru her gecikme seviyesinde en az 5 % düzeyinde anlamlı bir nedensellik etkisine hükmedilmiş olup, HAO'dan BDVK'ya, BDVKA'dan HAO ve ORTAK değişkenlerine doğru 10 % düzeyinde önemli görülebilecek nedensellik ilişkileri ortaya çıkmıştır.

Eşbütünleşme ve Granger nedensellik incelemelerinin sınai endeksi işletmeleri açısından ortaya çıkardığı tespitler ise aşağıda yer aldığı şekliyle özetlenebilmektedir:

- Halka açıklık oranı, yaş ve aktif büyüklüğü değişkenleri ile TBTV arasında çift yönlü eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

- YABP dışındaki tüm sahiplik yapısı değişkenleri ile BDVK arasında istatistiksel olarak anlamlı çift yönlü eşbütünleşme ilişkileri bulunmuştur.

- 1 dönem gecikmede TBTV, YABP ve ORTAK değişkenlerinin önemli nedenseli iken, 2 dönem gecikme için HAO ve VALOG açısından nedensellik etkisi meydana getirmektedir. Son gecikme seviyesinde ise TBTV'den HAO ve VALOG'a doğru nedensellik etkisi görülmüştür. İki dönem gecikme için YABP ve KURY'nin TBTV'nin nedenseli oldukları anlaşılmış olup, 3 dönem gecikme de ise YABP'den TBTV'ye doğru önemli nedensellik etkisi mevcuttur.

- İlk gecikme düzeyinde BDVK'dan EBOP ve YABP'ye doğru önemli bir etki söz konusu iken, VALOG'dan BDVK'ya doğru anlamlı kabul edilebilecek bir nedensellik etkisinden bahsedilebilir. İki dönem gecikmede sadece VALOG'dan BDVK'ya doğru anlamlı bir etki öngörülmüştür. 3 dönem gecikme dikkate alındığında ise BDVK'nın VALOG ve KURY değişkenlerinin Granger nedenseli olduğu, VALOG'dan BDVK'ya doğru ise önemli bir etkinin var olduğu tespit edilmiştir.

- Sınai endeksi açısından aktif büyüklük ile BDVK arasındaki negatif eşbütünleşme ilişkisinin varlık büyümesine karşın işletmelerin vergi kalkını faydalarının tersine döndüğü sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, işletmelerin varlık yatırımlarını amortismanına tabi olmayan varlıklara yönelik olarak gerçekleştirdiklerine dair bir sebep olarak sunulabilir.

- Sınai endeksinde eşbütünleşme verileri, kurumların daha ziyade borçlanarak büyümeye çalıştığını göstermektedir. Benzer bulgu hizmet endeksinde mevcut olmakla beraber daha zayıf gerçekleşmiştir.

Her iki endeks için yukarıda özetlenen sonuçlar, konuyla ilgili olarak daha önceden yapılmış çalışmalar ile paralellik gösterdiği gibi literatürden farklı olarak da birtakım bulgular elde edilmiştir. Çalışmaya konu olan endekslerde işletme yaşı ile aktif karlılık arasında ters yönlü ve anlamlı bir etki tespit edilmişken işletme yaşı ile işletmenin aktif karlılığı arasında Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008), Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010), Saravanan (Web 26, 2012) ile Younas, Mahmood ve Saeed (2013)'de gerçekleştirdikleri çalışmalarda ise işletmelerin finansal performansı ile işletme yaşı arasında istatistiksel olarak pozitif yönde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Younas, Mahmood ve Saeed tarafından (2013)'de gerçekleştirilen ve imalat sanayisinde faaliyet gösteren 52 işletmenin verilerinden yararlanılan çalışmada firma yaşı ile işletmenin finansal performansı arasında istatistiki olarak pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu çalışmada firma performansı ile işletmenin yaşı arasında istatistiki olarak pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. EBOP değişkeninin TOBİN değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin olması ise konuyla ilgili olarak Berle ve Means (1932), Shleifer ve Vishny (1986) ile Shleifer ve Vishny (1997)'de gerçekleştirdikleri çalışmalarında tespit ettikleri sahiplik yoğunlaşması ve firma karlılığı arasındaki pozitif bir ilişki vardır savıyla uyum göstermektedir.

Kurumsal yatırımcı sahipliği ve hâkim ortak payı, işletme performansına pozitif yönde etki etmekte ve işletmenin risk seviyesin düşmesi Cornett et al. (2010) ve Fettahoğlu ve Okuyan (2009)'da gerçekleştirdiği çalışmaları ile aynı yöndedir. Çıtak (2007)'de gerçekleştirdiği çalışmasında sahiplik yoğunlaşması ile PDDD arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir.

Her iki endeks için yabancı sahiplik payı ve performans arasında istatistiki olarak görülen pozitif ve negatif yönde etkiler ise Bai, Liu, Lu, Song ve Zhang (2004) ile Dwivedi and Jain (2005)'de gerçekleştirdikleri çalışmalar ile uyumludur.

Endekslerde yer alan işletmelerin kurumsal yatırımcı oranları ve finansal performans ölçütleri arasında görülen negatif yönlü anlamlı ilişki daha önceden konuyla ilgili olarak Bayrakdaroğlu (2010), Kakilli-Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015) ile Önem ve Demir (2015)'de elde etmiş oldukları bulguların aksi yönünde bulunmuştur. Çalışmada elde edilen bu bulgular ise Alipour ve Amjadi (2011)'in çalışmalarında elde etmiş oldukları bulgular ile paralellik göstermektedir.

Araştırma kapsamında bulunan işletmelerin toplam varlık büyüklüğünün finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisinin istatistiki açıdan ters yönlü ve anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar literatür açısından incelendiğinde, Boyd ve Runkle (1993)'de gerçekleştirmiş oldukları çalışmada işletmenin toplam varlıklarının büyük olması ölçek ekonomisi maliyetlerinde azalma ile neticelenmiştir. Buna rağmen işletmenin toplam varlıkları yani firma büyüklüğü ile alakalı yapılan ampirik araştırmaların neticeleri birbirleriyle çelişkilidir. Literatürde büyük ölçekli işletmelerin ölçek ekonomisinden uzaklaşmış olduğunu ortaya koyan çeşitli çalışmalarda mevcuttur (Pallage, 1991). Obradovich ve Gill (2013) ile Swastika (2013)'ün gerçekleştirdikleri araştırmalarında işletmenin büyüklüğü ile performans ilişkisi incelenerek söz konusu değişkenler arasında pozitif yönde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçların yanı sıra Banchuenvijit ve Phuong (Web 54, 2012) ve Kumar ve Singh (2013) ile Liao ve Young (Web 37, 2013) gerçekleştirdikleri çalışmalarda işletme büyüklüğü ile performans arasında istatistiksel olarak negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. Bazı çalışmalarda (Örn. Mak and Kusnadi 2005; Moscu, 2013) ise bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir etki gözlemlenmemiştir.

Borç dışı vergi kalkınının işletmelerin performansına etkide bulunduğu dair elde edilen bu sonuç literatürdeki Cloyd, Limberg ve Robinson (1997), Dhaliwal, Trezevant ve Wang (1992), Graham'ın (2000) ve (2005), Mackie-Mason (1990)'da

yapmış oldukları çalışmalar ile uyum sağlamaktadır. Bu çalışmalarda da vergi dışında vergi matrahının düşürülmesine imkân sağlayan karşılıklar, amortismanlar ve benzeri uygulamaların da borçlanma dışı vergi tasarrufu etkisine neden olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca elde edilen sonuçlar Sayman (2012)'deki çalışmasında belirttiği gibi yabancı kaynak tedariki ile borç dışı vergi kalkanı arasında olumsuz bir ilişki bulunabileceği gibi bunun aksi bir şekilde olumlu bir ilişkininde olabileceğine işaret etmektedir.

Bu unsur, borç yoluyla finansman sağlamanın getirdiği vergi avantajının ikamesi olarak kullanılabilen araçlar şeklinde ifade edilebilmektedir. Amortismanların bir gider kalemi olarak tanımlanabilmesi ve dönem sonunda işletmenin elde ettiği kardan mahsup edilebiliyor oluşu sebebiyle işletmeler tarafından tercih edilebilmektedir (Güler, 2010). Amortisman gibi borç dışı vergi kalkanı ile sermaye yapıları arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalarda sonuç olarak negatif bir ilişki bulunmuştur (DeAngelo and Masulis, 1980; Web 27, 1987; Durukan, 1997).

Kaldıraç oranı ve aktif karlılığı arasındaki negatif ilişki Şahin (2011)'de gerçekleştirdiği çalışmasında da görülmüştür. İlgili çalışmada 2005 ve 2010 yılları arasında gözlemlenen işletmenin kaldıraç oranı ve varlık karlılığı arasındaki olumsuz ilişkinin krizin görüldüğü periyotta da aynı biçimde olumsuz olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Kaldıraç oranı ve borç dışı vergi kalkanı unsurları arttıkça işletmenin özkaynak karlılığında azalma meydana gelmektedir. Bu durum işletme verimliliğinde yaşanan düşüş ve yabancı kaynak kullanımındaki seviyenin artış göstermesi durumunda özkaynak karlılığında azalma yaşandığını göstermektedir. Kaldıraç oranı olarak da ifade edilen toplam borç/toplam varlık oranı, makul seviyelerde devam ettiği sürece ve işletmelerin karlılığını devam ettirmesi şartıyla faydalı olabilmektedir. İlgili orana dair seviyeler ise işletmelerin içerisinde yer aldıkları ülkenin ekonomisinin gelişmişliğine göre farklılık gösterebilir. Gelişmiş ülkelerde bu oran %50 seviyelerindeyken gelişmekte olan ülkelerde, karlılık ve kazançta problem yaşanmadığı hallerde oranın %50'nin yukarısında gerçekleşmesi de makul seviyelerde olarak görülür. Ancak ülkemizde görülen enflasyon faktörünün işletmelerin bilançolarının pasif tarafına dair yıpratıcı etkisi göz önüne alındığında oran daha da yükselerek %70'lere kadar çıkabilmektedir. Bunun en büyük sebepleri

ise ülke içerisindeki sermaye yetersizliği ve borçlanma zorunluluğunun varlığıdır (Uluyol, Lebe ve Akbaş, 2014).

Elde edilen sonuçlar literatürde daha önceden gerçekleştirilmiş çalışmalar ile uyumluluk göstermektedir. Akpınar ve Akpınar'ın (2017)'de yaptıkları çalışmada kaldıraç oranı için elde ettikleri sonuçlara göre %1 önem seviyesinde negatif yönde ve anlamlı bir etki tespit etmişlerdir. Elde edilen sonuç, işletmelerin yabancı kaynak kullanımının finansal açıdan başarısızlık riskini yükselttiğini bununla birlikte işletmenin Z skoruna negatif yönde bir etkide bulunduğu savıyla uyumaktadır.

7.2. Kısıtlar ve Öneriler

Sahiplik ve sermaye yapıları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi temel alan bu çalışmada birtakım kısıtlar bulunmaktadır. Bu çalışmada ortaya çıkan sonuçlar; BİST'de sınai ve hizmet endeksinde pay senetleri işlem gören işletmeler açısından göz önünde bulundurulmalıdır. Buna ek olarak işletmelerin 2006-2014 yıllarına ait verilerinden faydalanılması da çalışmanın bir diğer kısıtını oluşturmaktadır. Bu çalışmada 2006 ve 2014 yılları arasında faaliyetlerine kesintisiz olarak devam eden 142 işletmenin verilerinden faydalanılmıştır. Sınai ve hizmet endeksinde yer alan bütün işletmelerin çalışmanın analizine tabi tutulamamış olması da çalışmanın kısıtlarından birini oluşturmaktadır.

İlgili analizler, konuyla ilgili daha sonra yapılacak çalışmalar aracılığıyla analizlerin farklı endeksleri içermesi, dönem ve sektör bağlamında genişletilmesi, farklı sahiplik ve sermaye yapısı değişkenlerinin kullanılması ile farklı metodların uygulanması aracılığıyla geliştirilebilecektir. Finansal performansın ölçülmesi ile raporlanması ile ilgili onlarca yöntem bulunmaktadır. Bu çalışmada, bu yöntemlerin içerisinde muhasebe temelli ve piyasa temelli göstergeler ile iflas olasılığının ölçülmesine dair bir metod tercih edilmiştir. Panel modellerde, kesit ve zamana dayalı model sabiti farklılıkları öngörüldüğünden LSDV modelleri kullanılarak kesit ve zaman bazında daha detaylı model çalışmaları da ileride yapılabilir. Ayrıca zaman boyutu kısa olduğu için bazı detaylı analizler yapılamamıştır. Bu nedenle zaman içerisinde veri ufku genişletilerek benzer çalışmalar gerçekleştirilebilir.

Bu çalışmada elde edilen bazı sonuçlar, araştırma konusu ile ilgili bugüne kadar literatürde yapılmış bazı çalışmalar ile uyum gösterirken, elde edilmiş olan bazı sonuçlar ile uyum göstermemiştir. Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan

çalışmalar ile uyum gözlemlenememesinin sebepleri arasında sektör, yıl, işletme sayısının farklılığı, kullanılan değişkenlerin farklılık arz etmesi, örneğin yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye sayısı ve farklı kaldıraç oranları gibi açıklayıcı değişkenlerin kullanılması ile farklı analiz metodlarının daha önce gerçekleştirilen çalışmalarda kullanılmış olması gibi sebepler yer almaktadır. Bundan sonra gerçekleştirilmesi muhtemel ampirik araştırmalarda daha farklı açıklayıcı ve açıklanan değişkenlerin kullanılması ve farklı endeksler ile bu endekslerde yer alan sektörlere yönelik uygulamaların gerçekleştirilmesi, ülke kıyaslaması yapılması da ek bir katkıda bulunacaktır. Bu nedenlerden dolayı elde edilen sonuçların sadece ilgili endekslerin geneline yönelik olarak ve endekste faaliyet gösteren işletmeler açısından yorumlanması daha doğru olacaktır.

Bu araştırma, BİST sınıai ve hizmet endeksleri kapsamında işlem gören işletmelerin sahiplik yapıları ile sermaye yapılarının muhasebe ve piyasa temelli finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisini aynı anda görme ve karşılaştırma imkânı sunması açısından ileride yapılması muhtemel çalışmalara bir kaynak niteliğindedir. Araştırmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin hem tek tek hem de birlikte kullanılarak oluşturulduğu regresyon modelleri ile sahiplik yapıları ve sermaye yapısı değişkenlerinin finansal performans ölçütleri üzerindeki etkilerinin incelenmesi açısından da önem taşımaktadır.

Ayrıca çalışmanın iki bağımsız değişkeni olan sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisi ile eşbütünleşme ilişkilerinin de incelendiği bu araştırmada, işletmelerin sahiplik yapıları ve sermaye yapısını temsil eden açıklayıcı değişkenler aracılığıyla iki bağımsız değişken arasındaki neden-sonuç ilişkisinin ortaya çıkarılması, kullanılan değişkenler ve iki farklı endekste yer alan işletmeler açısından farklılıkların olması, kullanılan metodoloji açısından eşbütünleşme, Engle-Granger bazlı Kao test tekniği ve nedensellik ilişkisinin araştırılmasında kullanılan Panel Granger Nedensellik Analizinin kullanılması bakımından özgün bir niteliğe sahip olduğu ve konuyla ilgili literatüre katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Fakat daha net çıkarımlarda bulunulabilmek için zaman boyutunun ve veri sayısının artırılması ile daha spesifik sektörlerde yer alan işletmelerin analiz kapsamına alınarak uzun dönemli nedensellik ve denge bağlantılarını inceleyecek ampirik araştırmaların gerçekleştirilmesi yerinde olacaktır.

Araştırmada elde edilen bulgular özellikle yatırımcılar açısından da önem taşımaktadır. Doğal olarak kazanç elde etmek ve refahını artırmak isteyen

yatırımcılar, yatırımda bulunmak istedikleri hisse senetlerine sahip işletmelerin karlılıklarını diğ er bir ifadeyle işletmelerin finansal performansına etki eden faktörleri bilmek isteyeceklerdir. Elde edilen sonuçlar neticesinde işletmelerin finansal performanslarının, sahiplik yapısı ve sermaye yapılarından bağımsız olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen araştırma sonuçlarının, sermaye yapısı ve sahiplik yapıları birbirlerinden farklılık gösteren ve pay senetleri BİST Hizmet Endeksi ve Sınai Endeksinde işlem görmekte olan işletmelere de fikir vermesi açısından faydalı olması beklenmektedir.



KAYNAKLAR

Açıkgöz E., (2012), “Finansal Sıkıntıyı Belirleyen Faktörlerin Tespiti: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması”, Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi.

Ağdelen Z., Erkut, H., (2008), “Firma Kurumsal ve Yönetimsel Özelliklerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Analizi”, GAU Journal of Social and Applied Sciences, 3(6), 37-55.

Aghion P., Bacchetta P., Banerjee, A., (2004), “A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises”, Journal of Economic Theory, 119(1), 6-30.

Agus A., Sagir R. M., (2001), “The Structural Relationships Between Total Quality Management, Competitive Advantage and Bottom Line Financial Performance: An Empirical Study of Malaysian Manufacturing Companies”, Total Quality Management, 12(7-8), 1018-1024.

Akal Z., (2005), “İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi Çok Yönlü Performans Göstergeleri”, 6. Basım, No: 473, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.

Akbulak S., Akbulak Y., (2004), “Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler”, 1. Baskı, Beta Yayınları.

Akdemir A., (2009), “İşletmeciliğin Temel Bilgileri”, 1. Baskı, Ekin Yayınları.

Akdeniz L., Altay-Salih A., Aydoğan K., (2000), “A Cross-Section of Expected Stock Returns on The Istanbul Stock Exchange”, Russian & East European Finance and Trade”, 36(5), 6-26.

Akdi Y., (2010), “Zaman Serileri Analizi (Birim Kökler ve Kointegrasyon)”, Genişletilmiş 2. Baskı, Gazi Kitabevi.

Akdoğan N., Tenker N., (2001), “Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri”, Genişletilmiş 7. Baskı, Gazi Kitabevi.

Akdoğan Y. E., Boyacıoğlu M. A., (2014), “The Effect of Corporate Governance on Firm Performance: A Case of Turkey”, International Journal of Critical Accounting, 6(2), 187-210.

Akgüç Ö., (1994), “Finansal Yönetim”, 6. Baskı, Avcıol Basım Yayın.

Akgüç Ö., (1998), “Finansal Yönetim”, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın.

Akın A., (2004), “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22(Ocak-Haziran), 127-148.

Akkaya C., Tükenmez M., (2007), “İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Vaka Analizi”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22(2), 179-195.

Akkaya G. C., Demireli E., Yakut Ü. H., (2009), “İşletmelerde Finansal Başarısızlık Tahminlemesi: Yapay Sinir Ağları Modeli ile İMKB Üzerine Bir Uygulama”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), 187-216.

Akkum F. T., (1998), “Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma”, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi.

Akman E., (2012), “Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB’de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi.

Akoğlan-Kozak M., (2001), “Konaklama İşletmelerinde İş Analizi”, 1. Baskı, Anadolu Üniversitesi Eskişehir Meslek Yüksekokulu Yayınları No: 11, Anadolu Üniversitesi Basımevi.

Akpınar O., Akpınar G., (2017), “Finansal Başarısızlık Riskinin Belirleyicileri: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, İşletme Araştırmaları Dergisi, 9(4), 932-951.

Aksoy A., (1993), “İşletme Sermayesi ve Yönetimi”, 1. Baskı, Gazi Büro Kitabevi.

Aktan B., Bodur B., (2006), “Oranlar Aracılığı İle Finansal Durumunuzu Nasıl Çözümlersiniz? “Küçük İşletmeler İçin Bir Rehber”, Journal of Yaşar University, 1(1), 49-67.

Aktaş R., (1993), “Endüstri İşletmeleri için Mali Başarısızlık Tahmini (Çok Boyutlu Model Uygulaması)”, 1. Baskı, Yayın No: 323, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Aktaş R., Doğanay M., Yıldız B. (2003), “Mali Başarısızlığın Öngörülmesi: İstatistiksel Yöntemler ve Yapay Sinir Ağları Karşılaştırması”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 58(4), 1-24.

Albayrak A. S., Akbulut R., (2008), “Kârlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 4(7), 55-83.

Alfaraih M., Alanezi F., Almujaed, H., (2012), “The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait”, International Business Research, 5(10), 192-200.

Al-Gharaibeh M., Zurigat Z., Al-Harashsh K., (2013), “The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies”, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 4(9), 769-796.

Algüner A., (2006), “Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği”, SPK Yayınları, Yayın No: 199, Ankara.

Alipour M., Amjadi H., (2013), “The Effect Of Owner-ship Structure on Corporate Performance Of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence of Iran”, International Journal of Business and Social Science, 2(13), 49-55.

Allayannis G., Brown G. W., Klapper L. F., (2003), “Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia”, The Journal of Finance, 58(6), 2667-2710.

Almeida H. V., Wolfenzon D., (2006), “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups” The Journal of Finance, 61(6), 2637-2680.

Al-Najjar B., Taylor P., (2008), “The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data”, Managerial Finance, 34(12), 919-933.

Aloğlu Z. T., (2005), ‘‘Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizleri Üzerindeki Etkileri’’, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi, 1-202, Ankara.

Alp A., Demirgüneş K., Ban Ü., Öztürk M. B., (2009), ‘‘Ekonomik Katma Değer (Eva™) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları’’, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(2), 59-82.

Alpugan O. D., Oktav M., Üner N., Demir M. H., (1997), ‘‘İşletme Ekonomisi ve Yönetimi’’, 5. Baskı, Beta Basım Yayın.

ALShubiri F. N., (2011), ‘‘The Effect of Working Capital Practices on Risk Management: Evidence from Jordan’’, Global Journal of Business Research, 5(1) 39-54.

Altınışık A. E., (2006), ‘‘Uluslararası Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Vergi Özendirmeleri Önlemleri Karşısındaki Durumu ve Vergisel Teşviklerinde Başarısında Çin’’, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi.

Altman E. I., (1968), ‘‘Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy’’, The Journal of Finance, 23(4), 589-609.

Altman E., Hartzell J., Peck M., (1995) ‘‘Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System’’, Salomon Brothers Inc, New York.

Altman E. I., Hotchkiss E., (2006), ‘‘Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt’’, 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Altman I. E., (1983), ‘‘Why Business Fail’’, Journal of Business Strategy, 3(4), 15-21.

Altuğ O., (1996), ‘‘Maliyet Muhasebesi (Tek Düzen Hesap Planına Göre)’’, 11. Baskı, Evrim Yayınevi.

Anderson R. C., Reeb D. M., (2003), ‘‘Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500’’, The Journal of Finance, 58(3), 1301-1328.

Anderson R. C., Reeb D. M., (2003)., ‘‘Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, And Firm Leverage’’, The Journal of Law and Economics, 46(2), 653-684.

Aras G., Müslümov A., (2003), ‘‘Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri Ve Türkiye Örneği’’, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayını, Yayın No:1, İstanbul.

Arıkboğa F. Ş., Menteş, A., (2009), ‘‘Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi’’, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 59(2), 85-120.

Arnold G., (2002), ‘‘Corporate Financial Management’’, 2nd Edition, Financial Times Prentice Hall.

Arnold J. M., Javorcik B. S., (2009), ‘‘Gifted Kids or Pushy Parents? Foreign Direct Investment and Plant Productivity in Indonesia’’, Journal of International Economics, 79(1), 42-53.

Ashta A., (2009), “Microcredit Capital Flows and Interest Rates: An Alternative Explanation”, *Journal of Economic Issues*, 43(3), 661-684.

Aslan A., (2005), “Hâkim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, *Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansman Dairesi*, 1-53, Ankara.

Aslanoğlu S., (2008), “İcra ve İflas Karşısında Ticari Alacaklar; Niteliği, Mevzuat Boyutu ve Muhasebe Uygulaması”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 201-221.

Ata H. A., Ağ Y., (2010), “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 45-60.

Atalay O., (2003), “İflaşın Ertenilmesi”, *Bankacılar Dergisi*, 47, 93-98.

Ataman Ü., Kibar H., (1999), “Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması”, 1. Baskı, *Türkmen Kitabevi*.

Atkinson A., Balakrishnan R., Booth P., Cote J., Groot T. L. C. M., Malmi T., Roberts H., Uliana E., Wu A., (1997), “New Directions in Management Accounting Research”, *Journal of Management Accounting Research*, 9, 79-108.

Aydemir E., Çağlar T., (2010), “İflaşın Ertenilmesi ve Konkordato”, 1. Baskı, *Adalet Yayınevi*.

Aydın N., Başar M., Coşkun M., (2004), “Finansal Yönetim” 1. Baskı, *Detay Yayınevi*.

Aydın N., Başar M., Coşkun M., (2007), “Finansal Yönetim”, *Genç Copy Center*, akt. Karakozak Ö., (2012), “2008 Küresel Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB’de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi*.

Aydın N., Başar M., Coşkun M., (2010), “Finansal Yönetim”, 2. Baskı, *Detay Yayıncılık*.

Aydın N., Sayim M., Yalama A., (2007), “Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11(September 2007), 103-111.

Aydın S., Demir M., (2007), “Sağlıkta Performans Yönetimi, Performansa Dayalı Ek Ödeme Sistemi”, *Sağlıkta Dönüşüm Serisi-2, T.C. Sağlık Bakanlığı Yayını*.

Aysoy D., (2011), “Kurumsal Yatırımcılar Olarak Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonları ve Fon Performanslarının Analizi”, *Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi*.

Babuşçu Ş., Hazar A. (2008), “SPK İleri Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık”, 2. Baskı, *Akademi Consulting & Training*.

Bai C. E., Qiao L., Lu J., Song F. M., Zhang J., “Corporate Governance and Market Valuation in China”, *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 599-616.

Baker H. K., Martin G. S., (2011), “Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice”, *John Wiley & Sons, Inc.*

- Baker M., Wurgler J., (2002), ‘‘Market Timing and Capital Structure’’, The Journal of Finance, 57(1), 1-32.
- Balcı Ő., (2006), ‘‘Uzlaşma Yoluyla Yeniden Yapılandırma’’, 1. Baskı, Güncel Hukuk Yayınları.
- Baltagi B. H., (1995), ‘‘Econometric Analysis of Panel Data’’, 1st Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Baltagi B. H., (2005), ‘‘Econometric Analysis of Panel Data’’, 3rd Edition, John Wiley & Sons Ltd.
- Barber B. M., Lyon J. D., (1997), ‘‘Firm Size, Book-to-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms’’, The Journal of Finance, 52(2), 875-883.
- Barclay M. J., Smith C. W., (2005), ‘‘The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited’’, Journal of Applied Corporate Finance, 17(1), 8-17.
- Barnea A., Dotan A., Lakonishok J., (1979), ‘‘The Effect of Price Level Uncertainty on The Determination of Nominal Interest Rates: Some Empirical Evidence’’, Southern Economic Journal, 46(2), 609-614.
- Barutçugil İ., (2002), ‘‘Bilgi Yönetimi’’, 1. Baskı, Kariyer Yayıncılık.
- Başaran İ. E., (1991), ‘‘Örgütsel Davranış’’, 2. Baskı, Gül Yayınevi.
- Başoğlu U., Ceylan A., Parasız İ. (2009), ‘‘Finans: Teori, Kurum ve Araçlar’’, 2. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları.
- Batmaz N., Tekeli S., (2009), ‘‘Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)’’, 1. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Bayrakdaroğlu A., (2010), ‘‘Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği’’, Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2(2), 11-20.
- Beaver W. H., (1966), ‘‘Financial Ratios as Predictors of Failure’’, Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 4, 71-111.
- Bekaert G., Engstrom E., Xing Y., (2009), ‘‘Risk, Uncertainty, and Asset Prices’’, Journal of Financial Economics, 91(1), 59-82.
- Benligiray S., (1999), ‘‘İnsan Kaynakları Açısından Otellerde Performans Yönetimi’’, 1. Baskı, No: 1174, Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Bennedsen M., Kongsted H. C., Nielsen K. M., (2008), ‘‘The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms’’, Journal of Banking & Finance, 32, 1098- 1109.
- Benson J. K., (1975), ‘‘The İnterorganizational Network as A Political Economy’’, Administrative Science Quarterly, 20(2), 229-249.
- Berezneak E., (2007), ‘‘Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması’’, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi.

Berger A. N., Di Patti E. B., (2006), "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and An Application to The Banking Industry", *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.

Berger A. N., Schaeck K., (2011), "Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and The Use of Venture Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(2-3), 461-490.

Berk N., (2000), "Finansal Yönetim", 5. Baskı, Türkmen Kitabevi.

Berk N., (2007), "Finansal Yönetim", 9. Baskı, Türkmen Kitabevi.

Berle A. A., Means G. C., (1933), "The Modern Corporation and Private Property", 1st Edition, Macmillan Publishers.

Berle A. A., Means G. C., (1967), "The Modern Corporation and Private Property", Revised Edition, Harcourt Brace & World, Inc.

Berle, A. A., Gardiner C. M., (1932), "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan Corporation.

Bessler W., Drobetz W., Pensa P., (2008), "Do Managers Adjust the Capital Structure to Market Value Changes? Evidence from Europe", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78(6), 113-145.

Bevan A. A., Danbolt J., (2002), "Capital Structure And Its Determinants in The UK-A Decompositional Analysis", *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.

Bianco M., Nicodano G., (2006), "Pyramidal Groups and Debt", *European Economic Review* 50(4), 937-961.

Bititci U. S., Carrie A. S., McDevitt L., (1997), "Integrated Performance Measurement Systems: An Audit and Development Guide", *The TQM Magazine*, 9(1), 46-53.

Bleakley H., Cowan K., (2008), "Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much A Do About Nothing?", *The Review of Economics and Statistics*, 90(4), 612-626.

Blum M., (1974), "Failing Company Discriminant Analysis", *Journal of Accounting Research*, 12(1), 1-25.

Bolak M., (1990), "Finansman", 1. Baskı, İstanbul Teknik Üniversitesi Matbaası.

Boles K. E., Fleming S. T., (1996), "Breakeven Under Capitation: Pure and Simple?", *Health Care Management Review*, 21(1), 38-47.

Bowlin O. D., Martin J. D., Scott D.F., (1990), "Guide to Financial Analysis", 2nd Edition, McGraw Hill, Inc.

Boyd J. H., Runkle D. E., (1993), "Size and Performance of Banking Firms: Testing the Predictions of Theory", *Journal of Monetary Economics*, 31(1), 47-67.

Brailsford T. J., Oliver B. R., Pua, S. L. H., (2002), "On The Relation Between Ownership Structure And Capital Structure", *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26.

Brealey R. A., Myers S. C., (1988), "Principles of Corporate Finance", 3rd Edition, McGraw Hill.

- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., (2011), ‘Principles of Corporate Finance’, 10th Edition, McGraw-Hill Co., Inc.
- Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., (1999), ‘İşletme Finansının Temelleri’, (Çev. Bozkurt, Ü., Arıkan, T., Doğukanlı, H.), 2. Baskı, Literatür Yayıncılık.
- Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., (2001), ‘Fundamentals of Corporate Finance’, 3rd Edition, McGraw-Hill.
- Brealey R., Myers S., (1984), ‘Principles of Corporate Finance’, 2nd Edition, McGraw-Hill.
- Breitung J., (2000), ‘The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data’, 161-177, in (Eds) Baltagi B. H., Fomby T. B., Hill R. C., Nonstationary Panels, Panel Cointegration and Dynamic Panels (Advances in Econometrics, Volume 15), Emerald Group Publishing Limited.
- Brennan M. J., Schwartz E. S., (1984), ‘Optimal Financial Policy and Firm Valuation’, The Journal of Finance, 39(3), 593-607.
- Brickley J. A., Coles J. L., Terry R. L., (1994), ‘Outside Directors and The Adoption of Poison Pills’, Journal of Financial Economics, 35(3), 371-390.
- Brigham E. F., (1996), ‘Finansal Yönetimin Temelleri Cilt-1’, (Çev. Akmut Ö., Sariaslan H.), Yayın No: 206, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları.
- Brigham E. F., Daves P. R., (2004), ‘Intermediate Financial Management’, 8th Edition, Thomson South Western.
- Brigham E. F., Gapenski L. C., (1988), "Financial Management: Theory and Practice”, 5th Edition, Dryden Press.
- Brigham E. F., Gapenski L. C., (1997), ‘Financial Management: Theory and Practice’, 8th Edition, The Dryden Press.
- Brigham E. F., Houston J. F., (2004), ‘Fundamentals of Financial Management’, Concise 4th Edition, South-Western Educational Publication.
- Büker S., Aşıkoglu R., (1993), ‘Finansal Yönetim’, 1. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Büker S., Aşıkoglu R., Güven S., (1997), ‘Finansal Yönetim’, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Bulut H. İ., Çankaya F., Bünyamin E., (2009), ‘Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği’, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(1), 101-120.
- Bulut N., (2006), ‘Mülkiyet Konusundaki Temel Yaklaşımlar ve Türk Anayasasında Mülkiyet’, Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 10(3-4), 15-26.
- Burgman T. A., (1996), ‘An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure’ Journal of International Business Studies, 27(3), 553-570.
- Burt S. L., Mellahi K., Jackson T. P., Sparks L., (2002), ‘Retail Internationalization and Retail Failure: Issues from The Case of Marks and Spencer’, The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research, 12(2), 191-219.

Busija E. C., (2006), “Agency in Family Business: The CEO, The Board of Directors, and The Moderating Effects of Ownership Structure and Ownership Form”, Doctoral Dissertation, The Universtiy of Memphis.

Büyükdereli M., (2007), “İMKB’de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi.

Büyükmert N., (2015), “İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi.

Cai J., Wei K. C. J., (1997), “The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(4), 389-417.

Cai J., Zhang Z., (2011), “Leverage Change, Debt Overhang, And Stock Prices”, *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391-402.

Calvo G. A., Reinhart C. M., (2002), “Fear of Floating”, *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408, in Desai, M. A., Foley, C. F., Hines, J. R. (2004), “A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets”, *The Journal of Finance*, 59(6), 2451-2487.

Cameron K., (1983), “Strategic Responses to Conditions of Decline: Higher Education and The Private Sector”, *The Journal of Higher Education*, 54(4), 359-380.

Can H., Kavuncubaşı Ş., (2005), “Kamu ve Özel Kesimde İnsan Kaynakları Yönetimi”, 5. Baskı, Siyasal Kitabevi.

Can R., (2013), “Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Kuramı ve Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi.

Canbaş S. Doğukanlı H., Düzakın H., (2004), “Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-74.

Carpentier C., L’Her J. F., Suret J. M., (2012), “Seasoned Equity Offerings by Small and Medium-Sized Enterprises”, *Small Business Economics*, 38(4), 449-465.

Cassar G., (2011), “Discussion of The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private US Firms”, *Journal of Accounting Research*, 49(2), 507-528.

Cenger H., (2006), “Genel İşletme Performansı ve Finansal Performans İlişkisi: Çimento Sektöründe Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi.

Céspedes J., González M., Molina C. A., (2010), “Ownership and Capital Structure in Latin America”, *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254.

Ceylan A., (2001), “İşletmelerde Finansal Yönetim”, 7. Baskı, Ekin Basın Yayın Dağıtım.

Ceylan A., Korkmaz T., (2008), “İşletmelerde Finansal Yönetim”, 10. Baskı, Ekin Basın Yayın Dağıtım.

Chakraborty I., (2010), “Capital Structure in an Emerging Stock Market: The Case of India” *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295-314.

Challaye F., (1994), “Mülkiyetin Tarihi”, (Çev. Kızıgıntuğ A.), *Düşünen Adam Yayınları*.

Chambers N., (2009), ‘Firma Değerlemesi’, 2. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım.

Chan L. K., Hamao Y., Lakonishok J., (1991), “Fundamentals and Stock Returns in Japan”, *The Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.

Chang C., Lee A. C., Lee C. F., (2009), “Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 197-213.

Charfeddine L., Elmarzougui A., (2010), “Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France”, *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 35-46.

Chen C. J., Yu C. M. J., (2012), “Managerial Ownership, Diversification, and Firm Performance: Evidence from An Emerging Market”, *International Business Review*, 21(3), 518-534.

Chen J. J., (2004), “Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies”, *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.

Cheng S., (2008), “Board Size and the Variability of Corporate Performance”, *Journal of Financial Economics*, 87, 157-176.

Choi J. J., Park S. W., Yoo S. S., (2007), “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.

Chung K. C., Tan S. S., Holdsworth D. K., (2008), “Insolvency Prediction Model Using Multivariate Discriminant Analysis and Artificial Neural Network for the Finance Industry in New Zealand”, *International Journal of Business and Management*, 3(1), 19-28.

Chung K. H., Kim J. K., (1999), “Corporate Ownership and The Value of a Vote in An Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 35-54.

Chung K. H., Pruitt S. W., (1994), “A Simple Approximation of Tobin’s Q”, *Financial Management*, 23(3), 70-74.

Çıkrıkçı M., Daştan A., (2002), “Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”, *Bankacılar Dergisi*, 43, 18-32.

Çitak L., (2007), “The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9(May 2007), 231-245.

Çitçi R. G., (2004), “Ölçek Küçültme Stratejileri Çerçevesinde Malvarlığının Devri Suretiyle Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması”, *Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi, Ankara*.

Cloyd C. B., Limberg S. T., Robinson J. R., (1997), "The Impact of Federal Taxes on The Use of Debt by Closely Held Corporations", *National Tax Journal*, 50(2), 261-277.

Coakley J., Hadass L., Wood A., (2007), "Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and The Bubble Years", *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1423-1446.

Coffee J. C., (2001), "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and The State in The Separation of Ownership and Control", *The Yale Law Journal*, 111(1), 1-82.

Çokluk Ö., Şekercioğlu G., Büyüköztürk Ş., (2010), "Sosyal Bilimler İçin Çok Değişkenli İstatistik: SPSS ve LISREL Uygulamaları", 1. Baskı, Pegem Akademi Yayıncılık.

Cooley P. L., Roden P. F., (1988), "Business Financial Management", The Dryden Press.

Cooney M. R., Finn F., Karl A., (2004), "Australian Divestiture Activity: An Examination of Gains to Sell-Off Announcements", *Australian Journal of Management*, 29(1), 135-151.

Copeland T., Koller T., Murrin J., (2000), "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 3rd Edition, John Wiley & Sons. Inc.

Copeland T.E., Weston J.F., (1988), "Financial Theory and Corporate Policy", 3rd Edition, Addison-Wesley.

Cornett M. M., Marcus A. J., Saunders A., Tehranian H., (2007), "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance" *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794.

Coşar V. A., (1985), "Mülkiyet Kavramı ve Çeşitleri", *Ankara Barosu Dergisi*, 3, 504-522.

Covas F., Den Haan W. J., (2012), "The Role of Debt and Equity Finance Over the Business Cycle", *The Economic Journal*, 122(565), 1262-1286.

Covas F., Den Haan, W. J., (2011), "The Cyclical Behavior of Debt and Equity Finance", *The American Economic Review*, 101(2), 877-899.

Crain T. L., Stitts R. H., (1994), "A Comparison of Gross Profit Margins Between Foreign-Controlled Domestic Corporations and Comparable US-Controlled Domestic Corporations", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 3(1), 85-101.

Czarnitzki D., Kraft K., (2009), "Capital Control, Debt Financing and Innovative Activity", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71(2), 372-383.

D'Aveni R. A., (1989), "The Aftermath of Organizational Decline: A Longitudinal Study of The Strategic and Managerial Characteristics of Declining Firms", *Academy of Management Journal*, 32(3), 577-605.

Dağlar H., (2007), "Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları Ve Performanslarının Değerlendirilmesi", *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, Yayın No:249, İstanbul.

Dağlı H., (1994), “İşletme Başarisızlıkları ve Alınması Gerekli Önlemler”, Verimlilik Dergisi, Sayı:1, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.

Daniel K., Titman S., (1997), “Evidence on The Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns”, The Journal of Finance, 52(1), 1-33.

Dash R. K., Singh S., (2007), “Cross-Section of Expected Stock Returns: An Application of Fama and French Model for India”, The International Journal of Finance, 19(1), 4334-4345.

Davis E. P., (1996), “The Role of Institutional Investors in The Evolution of Financial Structure and Behaviour”, The Future of the Financial System, 49-99, H.C. Coombs Centre for Financial Centre for Financial Studies, Sydney/Kirribilli/Australia, 8/9 July.

Davis E., Pointon J., (1984), “Finance and the Firm”, 1st Edition, Oxford University Press.

De Clercq D., Meuleman M., Wright M., (2012), “A Cross-Country Investigation of Micro-Angel Investment Activity: The Roles of New Business Opportunities and Institutions”, International Business Review, 21(2), 117-129.

De Kok J. M. P., Uhlener L. M., Thurik A. R., (2006), “Professional HRM Practices in Family Owned-Managed Enterprises”, Journal of Small Business Management, 44(3), 441-460.

De Mooij R. A., (2012), “Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions”, Fiscal Studies, 33(4), 489-512.

De Villiers J., (1997), “The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation”, Journal of Economics and Business, 49(3), 285-300.

Deakin E. B., (1972), “A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure”, Journal of Accounting Research, 10(1), 167-179.

DeAngelo H., Masulis R. W., (1980), “Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation”, Journal of Financial Economics, 8(1), 3-29.

Dede B., (2006), “Sermaye şirketlerinde Kısmi Bölünme ve Devir İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi.

Deesomsak R., Paudyal K., Pescetto G., (2004), “The Determinants of Capital Structure: Evidence from The Asia Pacific Region”, Journal of Multinational Financial Management, 14(4-5), 387-405.

Delis M. D., Kouretas G. P., (2011), “Interest Rates and Bank Risk-Taking”, Journal of Banking & Finance, 35(4), 840-855.

Demir Y., (2001), “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6(2), 109-130.

Demiralp I., D'Mello R., Schlingemann F. P., Subramaniam V., (2011), “Are There Monitoring Benefits to Institutional Ownership? Evidence from Seasoned Equity Offerings”, Journal of Corporate Finance, 17(5), 1340-1359.

Demirbag M., Weir D., (2006), “Resources and Equity Ownership in IJVs in Turkey”, Thunderbird International Business Review, 48(1), 55-76.

Demirci E., Şahin S., (2015), ‘‘Uluslararası Ortaklık Yapısının Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması’’, Abant İzzet Baysal Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 11(1), 93-105.

Demirdöven C., (2014), ‘‘Gelişmekte Olan Ülkelerde Firmaların Sermaye Yapılarının Analizi: Türkiye ile Brezilya Karşılaştırması’’, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul.

Demireli E., (2008), ‘‘Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma’’, Ege Akademik Bakış, 8(1), 215-241.

Demirhan D., (2009), ‘‘Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama,’’ Ege Akademik Bakış, 9(2), 677-697

Demsetz H., (1983), ‘‘The Structure of Ownership and the Theory of the Firm’’, The Journal of Law and Economics, 26(2), 375–390.

Demsetz H., Lehn K., (1985), ‘‘The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences’’, Journal of Political Economy, 93(6), 1155-1177.

Demsetz H., Villalonga B., (2001), ‘‘ Ownership Structure and Corporate Performance’’, Journal of Corporate Finance, 7(3), 209-233.

Denis D. J., Sarin A., (1999), ‘‘Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations’’, Journal of Financial Economics, 52(2), 187-223.

DePamphilis D. M., (2001), ‘‘Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities an Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions’’, 1st Edition, Academic Press.

Dhaliwal D., Trezevant R., Wang S., (1992), ‘‘Taxes, Investment-Related Tax Shields And Capital Structure’’, Journal of the American Taxation Association, 14(1), 1-21.

Diacogiannis G. P., (1994), ‘‘Financial Management a Modelling Approach Using Spreadsheets’’, McGraw-Hill.

Diamond D. W., (1994), ‘‘Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy’’, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, 80(2), 11-37.

Dickey D. A., Fuller W. A., (1979), ‘‘Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root’’, Journal of the American Statistical Association, 74(366), 427-431.

Dinçer Ö., (1992), ‘‘Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası’’, 2. Baskı, Beta Basım Yayım.

Doğan M., (2010), ‘‘İşletme Ekonomisi ve Yönetimi’’, 6. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

Doğan M., Topal Y., (2015), ‘‘Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği’’, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20(4), 165-177.

Doğrul Ü., (2009), ‘‘Finansal Başarısızlık ve Finansal Başarısızlığın Tahmini: Hisse Senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Sınai İşletmeleri Üzerinde Bir Uygulama’’, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi.

Doğrusöz A. B., (2001), ‘‘Türk Vergi Hukukunda Şirket Bölünmesi ve Hisse Değişimi (I-Tam Bölünme)’’, Yaklaşım Dergisi, Kasım Sayısı, 107, 38-49.

Donaldson G., (1961), ‘‘Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinants of Corporate Debt Capacity’’, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Donaldson L., (1999), ‘‘Performance-Driven Organizational Change: The Organizational Portfolio’’, 1st Edition, Sage Publications, Inc.

Drew M. E., Naughton T., Veeraraghavan M., (2003), ‘‘Firm Size, Book-to-Market Equity and Security Returns: Evidence from The Shanghai Stock Exchange’’, Australian Journal of Management, 28(2), 119-139.

Duggal R., Millar J. A., (1999), ‘‘Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns’’, Journal of Corporate Finance, 5(2), 103-117.

Dura Y. C., (2006), ‘‘Mülkiyet-Verimlilik İlişkisi: Mülkiyet Hakları Teorisi’’, Celal Bayar Üniversitesi Yönetim Ve Ekonomi Dergisi, 13(2), 225-236.

Durand D., (1959), ‘‘The Cost of Capital, Corporation Finance, And the Theory of Investment: Comment’’, The American Economic Review, 49(4), 639-655.

Durukan M. B., (1997), ‘‘Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995’’, İMKB Dergisi, 1(3), 75-91.

Durukan M. B., (1998), ‘‘Makroekonomik Değişkenlerin Türk Firmalarının Finansal Yapısına Etkisi; Zaman Serisi Analizinden Kanıtlar 1975-1997’’, İktisat, İşletme ve Finans, 13(147), 43-54.

Dwivedi N., Jain A. K., (2005), ‘‘Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership’’, Employee Responsibilities and Rights Journal, 17(3), 161-172.

Eckbo B. E., Masulis R. W., Norli Ø., (2007), ‘‘Security Offerings’’ in (Ed: Eckbo B. E.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 1, Chapter 6, Elsevier.

Edison H. J., Warnock F. E., (2004), ‘‘US Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis’’, The Review of Economics and Statistics, 86(3), 691-704.

Ehrbar A., (1998), ‘‘EVA: The Real Key to Creating Wealth’’, 1st Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Eisenhardt K. M., (1989), ‘‘Agency Theory: An Assessment and Review’’, Academy of Management Review, 14(1), 57-74.

Elyasiani E., Jia J., (2010), ‘‘Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance’’, Journal of Banking & Finance, 34(3), 606-620.

Emery D. R., Finnerty J. D., (1997), ‘‘Corporate Financial Management’’, 1st Edition, Prentice- Hall.

Emery D. R., Finnerty J. D., Stowe J. D., (2004), ‘‘Corporate Financial Management’’, 2nd Edition, Prentice-Hall, Inc.

Emmanuel C. R., Oyelere P. B., (2002), ‘‘Differences in The Reported Performances of Foreign-Controlled and Domestically-Controlled Firms: Some U.K. Evidence’’, Journal of International Accounting, Auditing & Taxation, 11(1), 1-17.

Engels F., (2005), ‘‘Ailenin, Özel Mülkiyetin ve Devletin Kökeni’’, (Çev. Somer K.), 13. Baskı, Sol Yayınları.

Eraslan E., Algün O., (2005), ‘‘İdeal Performans Değerlendirme Formu Tasarımında Analitik Hiyerarşi Yöntemi Yaklaşımı’’, Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi, 20(1), 95-106.

Ercan İ., (2008), ‘‘Tasfiye, Tasfiye Dönemi ve Tasfiye Kârının Tespiti’’, Mali Çözüm, İSMMO Yayın Organı, 85(Ocak-Şubat), 189-202.

Ercan M. K., Ban Ü. (2005), ‘‘Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim’’, 2. Baskı, Gazi Kitabevi.

Ercan M. K., Öztürk M. B., Demirgüneş K., (2003), ‘‘Değere Dayalı Yönetim Ve Entellektüel Sermaye’’, 1. Baskı, Gazi Kitabevi.

Erdogan A.I., (2011), ‘‘Foreign-Owned Firms and Domestically-Owned Firms in Turkey: An Analysis of the Differentiating Characteristics’’, Journal of Money, Investment and Banking, 19(January 2011), 124-129.

Erdoğan M., (1990), ‘‘İşletme Finansmanı’’, Yayın No: 2, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu.

Erdönmez A. P., (2003), ‘‘Kurumsal Yeniden Yapılandırma’’, Bankacılık Dergisi, 44, 23-42.

Ermenek İ., (2008), ‘‘İflasın Ertenmesi’’, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi.

Ertuğrul M., (2009), ‘‘Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi’’, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9 (1), 19-46.

Ertürk M., (1995), ‘‘İşletme Biliminin Temel İlkeleri’’, 1. Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım.

Escalona R., (2002), ‘‘Value-Based Management: An Analysis of the EVA Model’’, MBA Dissertation, University of Cambridge.

Evans D. S., (1987a), ‘‘Tests of Alternative Theories of Firm Growth,’’ The Journal of Political Economy, 95(4), 657–674.

Evans D. S., (1987b), ‘‘The Relationship Between Firm Growth, Size and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries,’’ The Journal of Industrial Economics, 35(4), 567 – 581.

Ezzell J. R., Porter R. B., (1976), ‘‘Flotation Costs and The Weighted Average Cost of Capital’’, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 11(3), 403-413.

Faccio M., Lang L. H. P, (2002), ‘‘The Ultimate Ownership of Western European Corporations’’, Journal of Financial Economics, 65(3), 365-395.

Fama E. F., French K. R., (1992), ‘‘The Cross-Section of Expected Stock Returns’’, *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama E. F., French K. R., (2002), ‘‘Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt’’, *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.

Fama E. F., Miller M. H., (1972), ‘‘The Theory of Finance’’, 1st Edition, Holt, Rinehart & Winston.

Fettahoğlu A., Okuyan H. A., (2009), ‘‘İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama’’, 1-17, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi Tebliği, Eskişehir, 17-19 Haziran.

Filatotchew I., Lien Y. C., Piesse J., (2005), ‘‘Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan’’, *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), 257-283.

Fındıkçı İ., (2001), ‘‘İnsan Kaynakları Yönetimi’’, 3. Baskı, Alfa Yayınları.

Finnerty J. D., (2007), ‘‘Project Financing: Asset-Based Financial Engineering’’, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Fıratoğlu B., (2005), ‘‘şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler’’, Araştırma Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.

Fishman J., Gannon G., Vinning R., (2008), ‘‘Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence’’, *Corporate Ownership & Control*, 6(2), 114-131.

Flannery M. J., Rangan K. P., (2006), ‘‘Partial Adjustment Toward Target Capital Structures’’, *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.

Folan P., Browne J., (2005), ‘‘A Review of Performance Measurement: Towards Performance Management’’, *Computers in Industry*, 56(7), 663-680.

Frank M. Z., Goyal V. K., (2003), ‘‘Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure’’, *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.

Frank M. Z., Goyal V. K., (2008), ‘‘Trade-Off Pecking Order Theories of Debt’’, in (Ed: Eckbo B. E.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2, Chapter 12, Elsevier.

Frank M. Z., Goyal V. K., (2009), ‘‘Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?’’, *Financial Management*, 38(1), 1-37.

Franks J., Mayer C., Rossi S., (2009), ‘‘Ownership: Evolution and Regulation’’, *Review of Financial Studies*, 22(10), 4009-4056.

Friend I., Lang L. H. P., (1988), ‘‘An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure’’, *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.

Gallagher T. J., Andrew J. D., (1997), ‘‘Financial Management: Principles and Practice’’, 1st Edition, Prentice Hall, Inc.

Gaud P., Jani E., Hoesli M., Bender A., (2005), ‘‘The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data’’, *European Financial Management*, 11(1), 51-69.

Gaughan P. A., (2002), ‘‘Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings’’, 3th Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Gençtürk M., (2003), ‘‘Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi’’, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8(2), 231-251.

Ghalayini A. M., Noble J. S., (1996), ‘‘The Changing Basis of Performance Measurement’’, International Journal of Operations & Production Management, 16(8), 63-80.

Gilley J. W., Maycunich A., (2000), ‘‘Organizational Learning Performance and Change: An Introduction to Strategic Human Resource Development’’, 1st Edition, Perseus Publishing.

Gitman L. J., (2009), ‘‘Principles of Managerial Finance’’, 12th Edition, Prentice Hall.

Gitman L. J., (1991), ‘‘Principles of Managerial Finance’’, 6th Edition, Harper Collins Publishers.

Gitman L. J., (2003), ‘‘Principles of Managerial Finance’’, 3rd Edition, Addison Wesley.

Gökçe A., (2002), ‘‘İMKB’de Fiyat-Hacim İlişkisi: Granger Nedensellik Testi’’, G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, 3, 43-48.

Gönenli A., (1979), ‘‘İşletmelerde Finansal Yönetim’’, 3. Baskı, Finans Enstitüsü Yayınları, İstanbul Matbaası.

Gönenli A., (1988), ‘‘İşletmelerde Finansal Yönetim’’, 6. Baskı, İşletme Fakültesi Yayın No: 187, İstanbul Üniversitesi Yayınları.

Graham J. R., (2000), ‘‘How Big Are the Tax Benefits of Debt?’’, The Journal of Finance, 55(5), 1901-1942.

Graham J. R., (2005), ‘‘Taxes and Corporate Finance’’, Forthcoming. In Eckbo B. E. (Ed.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance Handbooks in Finance Series, Chapter 5, Elsevier.

Graham J. R., Harvey C. R., (2001), ‘‘The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field’’, Journal of Financial Economics, 60(2-3), 187-243.

Granger C. W. J., (1969), ‘‘Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods’’, Econometrica: Journal of the Econometric Society, 37(3), 424-438.

Granger C. W. J., (1988) ‘‘Some Recent Development in A Concept of Causality’’, Journal of Econometrics, 39(1-2), 199-211.

Grant J. L., (2003), ‘‘Foundations of Economic Value Added’’, The Frank J. Fabozzi Series, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Greene W. H., (2003), ‘‘Econometric Analysis’’, 5th Edition, Pearson Education.

Greenwald B. C., Stiglitz J. E., Weiss A., (1984), ‘‘Informational Imperfections in The Capital Market and Macroeconomic Fluctuations’’, Papers and Proceedings of

the Ninety-Sixth Annual Meeting of the American Economic Association, The American Economic Review, 74(2), 194-199.

Groß K., (2007), "Equity Ownership and Performance; An Empirical Study of German Traded Companies", Physica-Verlag Heidelberg a Springer Company, New York.

Gülaç H., (2014), "İşletmelerin Yatırım Kararları İle Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Dinamik Panel Veri Analizi", Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi.

Güler S., (2010), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15(3), 353-371.

Gülhan Ü., (2000), "Enflasyonun Firmaların Sermaye Yapıları Üzerine Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi.

Güner A., (2016), "Türkiye 'deki İşletmelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: BİST'de Bir Uygulama", Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi.

Gupta M., (1969), "The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies", The Journal of Finance, 24(3), 517-529.

Gürsoy C. T., (2007), "Finansal Yönetim İlkeleri", 1. Baskı, Doğu Üniversitesi Yayınları.

Gürsoy G., Aydoğan K., (2002), "Equity Ownership Structure, Risk Taking, And Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies", Emerging Markets Finance and Trade, 38(6), 6-25.

Gurunlu M., Gürsoy G., (2010), "The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange", IUP Journal of Corporate Governance, 9(4), 21-29.

Guthmann H. G., Dougall H. E., (1962), "Corporate Financial Policy", 4th Edition, Prentice-Hall.

Güvençer Ü. C., (2008), "Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi.

Hadri K., (2000), "Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data", The Econometrics Journal, 3(2), 148-161.

Hall M., Weiss L., (1967), "Firm Size and Profitability", The Review of Economics and Statistics, 49(3), 319-331.

Hampton J. J., (1982), "Modern Financial Theory: Perfect and Imperfect Markets", Reston Publishing Company.

Han K. C., Suk D. Y., (1998), "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence", Review of Financial Economics, 7(2), 143-155.

Harrigan K. R., (1982), "Exit Decisions In Mature Industries", Academy of Management Journal, 25(4), 707-732.

- Harris M., Raviv A., (1990), ‘‘Capital Structure and The Informational Role of Debt’’, *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Harris M., Raviv A., (1991), ‘‘The Theory of Capital Structure’’, *The Journal of Finance*, 46(1), 297- 355.
- Harris R. D. F., Tzavalis E., (1999), ‘‘Inference for Unit Roots in Dynamic Panels Where the Time Dimension Is Fixed’’, *Journal of Econometrics*, 91(2), 201-226.
- Harris R., Sollis R., (2003), ‘‘Applied Time Series Modelling and Forecasting’’, 1st Edition, John Wiley & Sons Ltd.
- Hasan A., Butt S. A., (2009), ‘‘Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies’’, *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.
- Hatipoğlu Z., (1996), ‘‘Ayrıntılı İşletme Finansı’’, Sedok Yayınları.
- Haugen R. A., Senbet L. W., (1978), ‘‘The Insignificance of Bankruptcy Costs to The Theory of Optimal Capital Structure’’, *The Journal of Finance*, 33(2), 383-393.
- Hawawini G., Keim D. B., (2000), ‘‘The Cross-Section of Common Stock Returns: A Review of The Evidence and Some New Findings’’, 3-41, (Eds. Keim D. B., Ziemba W. T.), *Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets*, 1st Edition, Cambridge University Press.
- Hawes J. M., D'amico M. F., Baker T. L., (1995), ‘‘Simultaneous Use of Break-Even and Demand Analysis for Pricing Decisions: A Teaching Method’’, *Journal of Education for Business*, 70(5), 285-289.
- Palepu K. G., Healy P. M., Bernard V. L., (2000), ‘‘Business Analysis and Valuation’’, 2nd Edition, South-Western College Publishing.
- Heinkel R., Zechner J., (1990), ‘‘The Role of Debt and Preferred Stock as A Solution to Adverse Investment Incentives’’, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1-24.
- Hennessy C. A., Whited T. M., (2005), ‘‘Debt Dynamics’’, *The Journal of Finance*, 60(3), 1129-1165.
- Himmelberg C. P., Hubbard R. G., Palia D., (1999), ‘‘Understanding the Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance’’, *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Hodder J. E., Senbet L. W., (1990), ‘‘International Capital Structure Equilibrium’’, *The Journal of Finance*, 45(5), 1495-1516.
- Holderness C. G., Kroszner R. S., Sheehan D. P., (1999), ‘‘Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression’’, *The Journal of Finance*, 54(2), 435-469.
- Horngren C. T., Foster G., Datar S. M., (1999), ‘‘Cost Accounting: A Managerial Emphasis’’, 10th Edition, Prentice Hall.
- Hoskisson R. E., Hitt M. A., Johnson R. A., Grossman W., (2002), ‘‘Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies’’, *The Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.

- Hovakimian A., Opler T., Titman S., (2001), ‘‘The Debt-Equity Choice’’, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Huang G., Song F.M., (2006), ‘‘The Determinants of Capital Structure: Evidence From China’’, *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Huang R., Ritter J. R., Zhang D., (2016), ‘‘Private Equity Firms’ Reputational Concerns and The Costs of Debt Financing’’, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 29-54.
- Hudson M., Smart A., Bourne M., (2001), ‘‘Theory and Practice in SME Performance Measurement Systems’’, *International Journal of Operations & Production Management*, 21(8), 1096-1115.
- Hymer S. H., (1960), ‘‘The International Operations of National Firms, A Study of Direct Foreign Investment’’, *Doctoral Dissertation*, Massachusetts Institute of Technology.
- İçerli M. Y., (1995), ‘‘Firmaların Sermaye Yapıları ve Sabit Sermaye Yatırım Politikalarının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992)’’, *Yüksek Lisans Tezi*, Selçuk Üniversitesi.
- İçerli M. Y., Akkaya G. C., (2006), ‘‘Finansal Açısından Başarılı Olan İşletmelerle Başarısız Olan İşletmeler Arasında Finansal Oranlar Yardımıyla Farklılıkların Tespiti’’. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20(1), 413-421.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., (1995), ‘‘Market Underreaction To Open Market Share Repurchases’’, *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 181-208.
- Im K. S., Pesaran M. H., Shin Y., (2003), ‘‘Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels’’, *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- İnan A., (2003), ‘‘Kuran’da Mülkiyet’’, *İslami Araştırmalar Dergisi*, İslam ve İktisat- I Özel Sayısı, 16(4), 481-490
- Işıktaç M. Ş., (2003), ‘‘İflasın Ertenilmesi’’, *İstanbul Barosu Dergisi*, 78(1), 105-112.
- İskenderoğlu Ö., (2008), ‘‘İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme’’, *Doktora Tezi*, Çukurova Üniversitesi.
- Ivashina V., Kovner A., (2011), ‘‘The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking’’, *Review of Financial Studies*, 24(7), 2462-2498.
- İzciler D., (2014), ‘‘Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri’’, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi.
- Jackson P., Mellahi K., Sparks L., (2005), ‘‘Shutting Up Shop: Understanding The International Exit Process In Retailing’’, *The Service Industries Journal*, 25(3), 355-371.
- Jain B. A., Kini O., (1994), ‘‘The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms’’, *The Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726.
- Jain P. C., (1985), ‘‘The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth’’, *The Journal of Finance*, 40(1), 209-224.

Jensen G. R., Solberg D. P., Zorn T. S., (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, And Dividend Policies", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.

Jensen M. C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers", *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen M. C., Meckling W. H., (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen M. C., Ruback R. S., (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.

Johnson S. A., (1998), "The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure", *Financial Management*, 27(1), 47-57.

Jovanovic B., (1982), "Selection and the Evolution of Industry," *Econometrica Journal of the Econometric Society*, 50(3), 649-670.

Jovanović P., (1999), "Application of Sensitivity Analysis in Investment Project Evaluation Under Uncertainty and Risk", *International Journal of Project Management*, 17(4), 217-222.

Kabadayı E. T., (2011), "İşletmelerdeki Üretim Performans Ölçütlerinin Gelişimi, Özellikleri ve Sürekli İyileştirme ile İlişkisi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 3(2), 61-75.

Kabakçı Y., (2007), "Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi", *Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi*.

Kakilli-Acaravcı S., Kandır S. Y., Zelka A., (2015), "Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması", *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183.

Kalay A., (1982), "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints", *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211-233.

Kandır S. Y., Karadeniz E., Özmen M., Önal Y. B., (2008), "Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm İşletmelerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(1), 211-237.

Kang J. K., Stulz R. M., (1997), "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.

Kaplan S. N., (1994), "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan And the United States", *Journal of Political Economy*, 102(3), 510-546.

Kara H., (2005), "Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (Economic Value Added) İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama", *Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 184, Ankara*.

Karabıyık H., (2011), “Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma”, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi.

Karabulut A. T., (2008), “Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmaya ve Yönetim Fonksiyonlarına Yönelik Yönetim Sorunları: İstanbul’da Tekstil Sektöründe Üretim Yapan Aile İşletmesi Kobiler Üzerinde Bir Araştırma”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 25(2), 643-676.

Karadeniz E., (2008), “Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi.

Karamustafa, O, Karakaya A., (2007), “KOBİ’lerin Borçlanma Yapılarına Ampirik Bir Bakış”, Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi, 11(2), 119-138.

Karan M. B., (2001), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 1(2), 83-94.

Katzenbach J. R., (2000), “Peak Performance; Aligning the Hearts and Minds of Your Employees”, 1st Edition, Harvard Business School Press.

Kaufman P., Watstein S. B., (2008), “Library Value (Return On Investment, ROI) And the Challenge of Placing A Value on Public Services”, Reference Services Review, 36(3), 226-231.

Kayar İ., (2009), “İflasın Ertelemesinde Borca Batıklık ve İyileştirme Projesi İle İlgili Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (33), 19-45.

Keown A. J., Martin J. D., Petty J. W., (2008), “Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management”, 6th Edition, Pearson Prentice Hall.

Kester W. C., (1986), “Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, Financial Management, 15(1), 5-16.

Khan M. Y., Jain P. K., (1982), “Financial Management”, Tata Mc Graw-Hill Publishing Co. Ltd.

Khorana A., Servaes H., Tufano P., (2005), “Explaining the Size of The Mutual Fund Industry Around the World”, Journal of Financial Economics, 78(1), 145-185.

Kim E. H., (1978), “A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity” The Journal of Finance, 33(1), 45-63.

Kim W. S., Lyn E. O., (1990), “FDI Theories and The Performance of Foreign Multinationals Operating in the US”, Journal of International Business Studies, 21(1), 41-54.

Kim W. S., Sorensen E. H., (1986), “Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21(2), 131-144.

King M. R., Santor E., (2008), “Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms”, Journal of Banking & Finance, 32(11), 2423-2432.

Kıyılar M., Belen M., (2005), ‘‘Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi’’, İSMMM 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Genel Oturum I, 89-121, Antalya/Belek/Türkiye, 20-24 Nisan.

Knight J. A., (1998), ‘‘Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value’’, McGraw-Hill.

Ko K., Kim K., Cho S. H., (2007), ‘‘Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese And Korean Stock Markets’’, Journal of the Japanese and International Economies, 21(2), 195-213.

Kocabıyık T., (2006), ‘‘Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı’’, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi.

Kolb B. A., (1983), ‘‘Principles of Financial Management’’, Business Publications, Inc.

Kolb R. W., Rodriguez R. J., Carlin A. E., (1996), ‘‘Finansal Yönetim’’, (Çev. Karacan, A. İ.), Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 35, Ankara.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., (2005), ‘‘Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies’’, University Edition, revised and updated 4th Edition, John & Wiley Sons, Inc.

Konuralp G., (2001), ‘‘Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi’’, 1. Baskı, Alfa Yayınları.

Korkmaz T., Başaran Ü., Gökbulut R. İ., (2009), ‘‘İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi’’, İktisat İşletme ve Finans, 24(277), 29-60.

Krasker W. S., (1986), ‘‘Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information’’, The journal of Finance, 41(1), 93-105.

Kraus A., Litzenberger R. H., (1973), ‘‘A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage’’, The journal of Finance, 28(4), 911-922.

Kula V., (2001), ‘‘Verginin İşletmelerin Sermaye Yapılarına Etkisi’’, Maliye Dergisi, 136, 18-35.

Kula V., (2006), ‘‘Kurumsal Yönetim, Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği’’, 1. Baskı, Papatya Bilim Yayınevi.

Kulalı G., (2013), ‘‘Doğrudan Yabancı Yatırımlarda Sahiplik Yapısının Analizi’’, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi.

Kulalı İ., (2016), ‘‘Altman Z-Score Modelinin Bist Şirketlerinin Finansal Başarısızlık Riskinin Tahmin Edilmesinde Uygulanması’’, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 12(27), 283-292.

Külter B., Demirgüneş K., (2007), ‘‘Perakendeci Firmalarda Karlılığı Etkileyen Değişkenler: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Perakendeci Firmalar Üzerinde Ampirik Bir Çalışma’’, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 16(1), 445-460.

Kumar N., Singh J. P., (2013), ‘Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India’, *Corporate Governance*, 13(1), 88- 98.

Kurcan-Kınay F., (2001), ‘Konaklama Sektörü İşletmelerinde Sermaye Yapısı Kararlarının Firma Değerlemesine Etkisi ve Bir Uygulama’, Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi.

Kutay N., (2010), ‘Değere Dayalı Finansal Performans Yönetimi’, 1. Baskı, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.

Kutsuna K., Okamura H., Cowling M., (2002), ‘Ownership Structure Pre-and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies’, *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2), 163-181.

Kyriazis D., Anastassis C., (2007), ‘The Validity of the Economic Value Added Approach: An Empirical Application’, *European Financial Management*, 13(1), 71-100.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., (1999), ‘Corporate Ownership Around the World’, *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., (1998), ‘Law and Finance’, *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000), ‘Investor Protection and Corporate Governance’, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.

Leland H. E., Pyle D. H., (1977), ‘Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation’, *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Levin A., Lin C. F., (1992), ‘Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties’, University of California at San Diego, Department of Economics, Discussion Paper No: 92-93.

Levin A., Lin C. F., (1993), ‘Unit Root Tests in Panel Data: New Results’, University of California at San Diego, Department of Economics, Discussion Paper No: 93-56.

Levin A., Lin C. F., Chu C. S. J., (2002), ‘Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties’, *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.

Leyli-Elitaş B., Doğan M. (2013), ‘Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB

Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma’, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(2), 41-57.

Li K., Yue H., Zhao L., (2009), ‘Ownership, Institutions, And Capital Structure: Evidence from China’, *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.

Liargovas P. G., Skandalis K., (2008), ‘Factor Affecting Firms Financial Performance The Case of Greece’, Working Papers 0012, Global Business and Management Research: An International Journal, University of Peloponnese.

Lin P., (2006), ‘Strategic Spin-Offs of Input Divisions’, *European Economic Review*, 50(4), 977-993.

- Lindenberg E. B., Ross S. A., (1981), ‘‘Tobin's Q Ratio and Industrial Organization’’, *The Journal of Business*, 54(1), 1-32.
- Livingstone J. L., Grossman T., (2002), ‘‘The Portable MBA in Finance and Accounting’’, 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Lorange P., Neubauer F., Ward J., George B., (2004), ‘‘Mastering Global Corporate Governance’’, Steger U. (Ed.), 1st Edition, John Wiley & Sons Ltd.
- Loughran T., Ritter J. R., (1997), ‘‘The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings’’, *The Journal of Finance*, 52(5), 1823-1850.
- Mackie-Mason J. K., (1990), ‘‘Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?’’, *Journal of Finance*, 45, 1471-1493.
- Maddala G. S., Wu S., (1999), ‘‘A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test’’, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(S1), 631-652.
- Majumdar S. K., (1997), ‘‘The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India’’, *Review of Industrial Organization*, 12(2), 231- 241.
- Mak Y. T., Kusnadi Y., (2005), ‘‘Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value’’, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301- 318.
- Malatesta P. H., Walkling R. A., (1988), ‘‘Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, And Ownership Structure’’, *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376.
- Mangena M., Tauringana V., Chamisa E., (2012), ‘‘Corporate Boards, Ownership Structure and Firm Performance in An Environment of Severe Political and Economic Crisis’’, *British Journal of Management*, 23(S1), 23-41.
- Margaritis D., Psillaki M., (2007), ‘‘Capital Structure and Firm Efficiency’’, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469.
- Margaritis D., Psillaki M., (2010), ‘‘Capital Structure, Equity Ownership And Firm Performance’’, *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- Marsh P., (1982), ‘‘The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study’’, *The Journal of Finance*, 37(1), 121-144.
- Masulis R. W., (1988), ‘‘The Debt/Equity Choice’’, 1st Edition, Ballinger Publishing Co.
- McConaughy D. L., Walker M. C., Henderson G. V., Mishra C. S., (1998), ‘‘Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value’’, *Review of Financial Economics*, 7(1), 1-19.
- McConnell J. J., Servaes H. (1990), ‘‘Additional Evidence On Equity Ownership And Corporate Value’’, *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- McConnell J. J., Servaes H. (1995), ‘‘Equity Ownership And The Two Faces Of Debt’’, *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157.
- Means G. C., (1931), ‘‘The Separation of Ownership and Control in American Industry’’, *The Quarterly Journal of Economics*, 46(1), 68-100.

- Meggison W. L., (1997), "Corporate Finance Theory", 1st Edition, Addison-Wesley Longman Publishing Company.
- Meggison W. L., Smart S. B., (2006), "Introduction to Corporate Finance", Student Edition, Thomson South-Western.
- Mehran H., (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.
- Mehran H., Taggart R. A., Yermack D., (1999), "CEO ownership, leasing and Debt Financing", *Financial Management*, 28(2), 5-14.
- Mellahi K., Jackson P., Sparks L., (2002), "An Exploratory Study into Failure in Successful Organizations: The Case of Marks & Spencer", *British Journal of Management*, 13(1), 15-29.
- Mellahi K., Wilkinson A., (2004), "Organizational Failure: A Critique of Recent Research and a Proposed Integrative Framework", *International Journal of Management Reviews*, 5-6(1), 21-41.
- Menteş S. A., (2008), "Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması", Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi.
- Merton R.C., Bodie Z., (1995). "A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment", *The Global Financial System: A Functional Perspective*, 1st Edition, Harvard Business School Press, Boston.
- Mikkelson W. H., Partch M. M., Shah K., (1997), "Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public", *Journal of Financial Economics*, 44(3), 281-307.
- Miller M. H., (1977), "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Mirzaei H., (2012), "A Survey On The Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange", *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*, 327-332, Dubai/BAE, March 24-25.
- Mirze S. K., (2009), "Introduction to Business", 1. Baskı, Literatür Yayıncılık.
- Mishra C. S., Randøy T., Jenssen J. I., (2001), "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12(3), 235-259.
- Modigliani F., Miller M. H., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Monks R. A. G., Minow N., (2004), "Corporate Governance", 3rd Edition, Blackwell Publishing, Malden, Massachusetts.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W., (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(January-March), 293-315.
- Moscu R. G., (2013), "The Relationship between Firm Performance and Bord Characteristics in Romania", *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), 167- 175.

- Moyer R. C., McGuigan J. R., Kretlow, W. J., (1992), "Contemporary Financial Management", 5th Edition, West Publishing Company.
- Moyer R. C., McGuigan J. R., Rao R. P., (2007), "Fundamentals of Contemporary Financial Management", 2nd Edition, Southwestern Publishing Group Co.
- Müller E., Zimmermann V., (2009), "The Importance of Equity Finance for R&D Activity", *Small Business Economics*, 33(3), 303-318.
- Müslümov A., (2001), "Türkiye 'de Ekonomik Krizlerin Halka Açık KOBİ'lere Etkisi", KOSGEB 1. Orta Anadolu Kongresi: KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları", 218-226, Nevşehir, 18-21 Ekim.
- Müslümov A., (2005), "The Financial and Operating Performance of Privatized Companies in the Turkish Cement Industry", *METU Studies in Development*, 32(1), 59-101.
- Mustakallio M. A., (2002), "Contractual and Relational Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision-Making Quality and Firm Performance", *Doctoral Dissertations, Helsinki University of Technology*.
- Myers S. C., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers S. C., (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers S. C., (1993), "Still Searching for Optimal Capital Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), 4-14.
- Myers S. C., (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers S. C., Majluf N. S., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nadirli N., (2015), "Kredi Riskinin Ölçülmesinde Z- skor Yönteminin Rolü", *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi (BAFAD)*, 2(1), 1-6.
- Narayanan M. P., (1988), "Debt Versus Equity Under Asymmetric Information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39-51.
- Navaretti G. B., Venables A. J., (2004), "Multinational Firms in the World Economy", 1st Edition, Princeton University Press.
- Nazir M. S., Afza T., (2009), "Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability" *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Neely A., Mills J., Platts K., Gregory M., Richards H., (1996), "Performance Measurement System Design: Should Process Based Approaches be Adopted?" *International Journal of Production Economics*, 46-47, 423-431.
- Newton W. G., (1989), "Bankruptcy and Insolvency Accounting Practice and Procedure", 4th Edition, John Wiley & Sons Inc.
- Noe T. H., (1988), "Capital Structure and Signaling Game Equilibria", *The Review of Financial Studies*, 1(4), 331-355.

Obradovich J., Gill A., (2013), ‘‘The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms’’, International Research Journal of Finance and Economics, 91, 1-13.

Okka O., (2006), ‘‘İşletme Finansmanı’’, 3. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım.

Okka O., (2009), ‘‘Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler’’, 1. Baskı, Nobel Yayınevi.

Okka O., (2009), ‘‘Finansal Yönetim Örnek Olayları ve Örnek Çözümler’’, 2. Baskı, Nobel Akademik Yayıncılık.

Okur M., (2009), ‘‘Türk Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar’’, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 1(1), 193-202.

Omran M., (2004), ‘‘Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The Effect of Post-Privatization Ownership Structure on Firm Performance’’, Multinational Finance Journal, 8(1-2), 73-114.

Önce S., (1999), ‘‘Muhasebe Bakış Açışı İle Entellektüel Sermaye’’, 1. Baskı, Yayın No: 1100, Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Önem, H. B., Demir Y., (2015), ‘‘Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama’’, Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, 6(13), 31-43.

Önis Z., (1992), ‘‘Redemocratization and Economic Liberalization in Turkey: The Limits of State Autonomy’’, Studies in Comparative International Development, 27(2), 3-23.

Önis Z., (1994), ‘‘Liberalization, Transnational Corporations and Foreign Direct Investment in Turkey: The Experience of the 1980s’’, in: Senses F. (Ed.), Recent Industrialization Experience of Turkey in a Global Context, Greenwood Press.

Ooghe H., De Langhe, T., (2002), ‘‘The Anglo-American Versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium’’, European Business Review, 14(6), 437-449.

Oruç E., (2012), ‘‘Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İMKB Uygulaması’’, Doktora Tezi, Akdeniz Üniversitesi.

Örücü E., (2003), ‘‘Modern İşletmecilik’’, 3. Baskı, Gazi Kitabevi.

Oxelheim L., Randøy T., (2003), ‘‘The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value’’, Journal of Banking & Finance, 27, 2369-2392.

Özbilgin S., (2011), ‘‘Türkiye Enerji Piyasaları, Doğalgaz Dağıtım Sektöründe Sektör Riskinin Hesaplanması ve Özellikli Bir Firmada Kaynak Maliyetinin Belirlenmesi’’, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi.

Özdemir F. S., Choi F. D. S., Bayazıtlı E., (2012), ‘‘Finansal Başarısızlık Tahminleri Yönüyle UFRS ve Bilginin İhtiyaca Uygunluğu’’, Mali Çözüm, 112(Temmuz-Ağustos), 17-52.

Özdemir M., (1999), ‘‘Finansal Yönetim’’, Yayın No: 142, Türkmen Kitabevi.

Özer A., (2012), ‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Panel Veri Analizi’, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi.

Öztek S., (2005), ‘İflasın Erteleenmesi’, Bankacılar Dergisi, 53, 23-71.

Öztürkatalay M. V., (2005), ‘Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler Ve İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma’, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi.

Padilla A. J., Requejo A., (2000), ‘Financial Distress, Bank Debt Restructurings, And Layoffs’, Spanish Economic Review, 2(2), 73-103.

Padrón Y. G., Caceres-Apolinario R. M., Maroto-Santana O., Verona-Martel M. C., Sales L. J., ‘Determinant Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations’, The Journal of Risk Finance, 6(1), 60-68.

Pallage S. J., (1991), ‘An Econometric Study of the Belgian Banking Sector in Terms of Scale and Scope Economies’, Cahiers Economiques de Bruxelles, 130(2), 125-143.

Palmer M. J., (1993), ‘Performans Değerlendirmeleri’, (Çev. Şahiner D.), 1. Baskı, Rota Yayınları.

Pamukçu A. B., (1999), ‘Finans Yönetimi’, 1. Baskı, Der Yayınları.

Pavelkova D., Knapkova A., (2003), ‘Factors Influencing Economic Value Added in The Selected Sector of The Industry’, The Seventh International Conference on Global Business and Economic Development, 1210-1221, Bangkok/Thailand, 8-11 January.

Pedersen T., Thomsen S., (1997), ‘European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study’, Journal of International Business Studies, 28(4), 759-778.

Pekcanitez H., Atalay O., Sungurtekin M., Özekeş M., (2007), ‘İcra İflas Hukuku’, 5. Baskı, Yetkin Hukuk Yayınları.

Pervaiz K. A., Kwang K. L., Mohammed Z. (1999), ‘Measurement Practice for Knowledge Management’, Journal of Workplace Learning: Employee Counselling Today MCB University Press, 2(8), 305-307.

Peterson P. P., (1994), ‘Financial Management and Analysis’, 1st Edition, McGraw-Hill Education.

Pettit R. R., Singer R. F., (1985), ‘Small Business Finance: A Research Agenda’, Financial Management, 14(3), 47-60.

Petty J. W., Keown A. J., Scott D. F. Jr., Martin J. D., (1993), ‘Basic Financial Management’, 6th Edition, Prentice-Hall.

Pike R., Neale B., (2003), ‘Corporate Finance and Investment Decision and Strategies’, 4th Edition, Pearson Education Limited.

Pindado J., De la Torre C., (2008), ‘Financial Decisions as Determinants of Ownership Structure: Evidence from Spanish Family Controlled Firms’, Managerial Finance, 34(12), 868-885.

- Platt H. D., Platt M. B., (2006), ‘‘Understanding Differences Between Financial Distress and Bankruptcy’’, *Review of Applied Economics*, 2(2), 141-157.
- Platt H. D., Platt M. B., (2008), ‘‘Financial Distress Comparison Across Three Global Regions’’, *Journal of Risk and Financial Management*, 1(1), 129-162.
- Portes R., Rey H., (2005), ‘‘The Determinants of Cross-Border Equity Flows’’, *Journal of International Economics*, 65(2), 269-296.
- Poyraz E., (2008), ‘‘Finansal Yönetim’’, 1. Baskı, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Poyraz E., Didin S., (2008), ‘‘Finansal Hizmetler Sektöründe Finansal Başarısızlık Riskinin Altman Finansal Analiz Sistemi Yardımıyla Ölçülmesi’’, *International Symposium on International Capital Flow and Emerging Markets*, 1-10, Balıkesir/Bandırma, 24-27 April.
- Pringle J. J., Harris, R. S. (1984), ‘‘Essentials of Managerial Finance’’, 1st Edition, Pearson Scott Foresman & Co.
- Pugh D. (1991), ‘‘Organizational Behaviour’’, Prentice Hall International (UK) Ltd.
- Pushner G. M. (1995), ‘‘Equity Ownership Structure, Leverage, And Productivity: Empirical Evidence From Japan’’, *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(2-3), 241-255.
- Rajan R. G., Zingales L., (1995), ‘‘What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data’’, *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rakshit D., (2006), ‘‘EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited’’, *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 11, 40-59.
- Ramondo N., (2009), ‘‘Foreign Plants and Industry Productivity: Evidence from Chile’’, *The Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 789-809.
- Rappaport A., (1998), ‘‘Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors’’, Revised and Updated Editions, The Free Press A Division of Simon & Schuster.
- Rashid A., Zoysa A. D., Lodh S., Rudkin K., (2010), ‘‘Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh’’, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), 76-95.
- Rees B., (1990), ‘‘Financial Analysis’’, 1st Edition, Prentice-Hall.
- ResGaz 1, (2004), İcra İflas Kanunu, Madde: 298 (Değişik: 17/7/2003-4949/77 md.), 09.06.1932 tarih ve 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu.
- Riahi-Belkaoui A., (2000), ‘‘Accounting and the Investment Opportunity Set’’, 1st Edition, Greenwood Publishing Group, Inc.
- Ricardo D., (1821), ‘‘On the Principles of Political Economy and Taxation’’, 3rd Edition, John Murray Publishers.
- Roe M. J., (2003), ‘‘Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact’’, 1st Edition, Oxford University Press.
- Rosenberg B., Reid K., Lanstein R., (1985), ‘‘Persuasive Evidence of Market Inefficiency’’, *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.

- Ross S. A., (1977), ‘‘The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach’’, The Bell Journal of Economics, 8(1), 23-40.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J., (2002), ‘‘Corporate Finance’’, 6th Edition, McGraw Hill Higher Education.
- Rouwenhorst K. G., (1999), ‘‘Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets’’, The Journal of Finance, 54(4), 1439-1464.
- Ruiz-Mallorquí M. V., Santana-Martín D. J., (2011), ‘‘Dominant Institutional Owners and Firm Value’’, Journal of Banking & Finance, 35(1), 118-129.
- Rummler G. A., Brache A. P., (1995), ‘‘Improving Performance: How to Manage the White Space on the Organization Chart’’, 2nd Edition, Jossey-Bass Publisher.
- Sabuncuoğlu Z., (2000), ‘‘İnsan Kaynakları Yönetimi’’, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi.
- Sağlamer E., (2003), ‘‘Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi’’, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Şahin H., (2000), ‘‘Yatırım Projeleri Analizi’’, 2. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Şahin O. (2011), ‘‘İMKB’ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı Arasındaki İlişki’’, Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 6(2), 123-141.
- Sakınç İ., (2008), ‘‘Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi’’, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi.
- Saldanlı A., (2006), ‘‘Geleneksel ve Değer Bazlı Finansal Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi ve Ekonomik Katma Değer Analizi’’, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi.
- Sarıaltın H., (2003), ‘‘Örgüt Performansının Ölçülmesi ve Geliştirilmesinde Kıyaslama Yöntemi ve İmalat Şirketlerinde Kıyaslama Uygulamaları’’, Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi.
- Sarıaslan H., Erol C., (2008), ‘‘Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler’’, 1. Baskı, Siyasal Kitabevi.
- Savaşkan O., (2005), ‘‘Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası Hisse Senedi Performansı’’, Yeterlilik Etüdü, 1-45, SPK, İstanbul.
- Sayılgan G., (2003), ‘‘Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı’’, 1. Baskı, Turhan Kitabevi.
- Sayılgan G., (2008), ‘‘Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı’’, 3. Baskı, Turhan Kitabevi.
- Sayılgan G., (2010), ‘‘Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı’’, 4. Baskı, Turhan Kitabevi.
- Sayılgan G., Karabacak H., Küçükkocaoğlu G., (2006), ‘‘The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data’’, Investment Management and Financial Innovations, 3(3), 125-139.

Sayman Y., (2012), ‘‘Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama’’, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi.

Schaan J. L., Beamish P. W., (1988), ‘‘Joint Venture General Managers in Less Developed Countries’’, in Contractor F. and Lorange R. (Eds.), Cooperative Strategies in International Business, 279-299, Lexington Books.

Schuler R., (1995), ‘‘Managing Human Resources’’, 5th Edition, West Publishing Company.

Schwartz E., (1959), ‘‘Theory of The Capital Structure of The Firm’’, The Journal of Finance, 14(1), 18-39.

Selimoğlu S., Orhan A., (2015), ‘‘Finansal Başarısızlığın Oran Analizi ve Diskriminant Analizi Kullanılarak Ölçümlenmesi: BİST’de İşlem Gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma’’, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 66, 21-40.

Sevil G., Şen M., (2000), ‘‘Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Finansal Kararlar Arasındaki İlişkilerin Tobin-Q Oranı ile Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama’’, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 15(168), 4-12.

Seyhan İ., (2010), ‘‘Firmalarda Uzun Vadeli Fon Tedariki ve Optimal Sermaye Yapısı ‘‘İMKB’DE İşlem Gören Firmalar’’ Üzerine Uygulamalı Bir Analiz’’, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi.

Sezgi Ö., (2001), ‘‘Bölünme, Birleşme ve Hisse Düzenlemeler’’, Vergi Dünyası, 243, 85-95.

Sharma S., Mahajan V., (1980), ‘‘Early Warning Indicators of Business Failure’’, Journal of Marketing, 44(4), 80-89.

Shepherd W. G., (1989), ‘‘Public Enterprise: Criteria and Cases’’, in de Yong H.W. (Ed.), The Structure of European Industry, Kluwer Academic Publishers.

Shleifer A., Vishny R. W., (1986), ‘‘Large Shareholders and Corporate Control’’, Journal of Political Economy, 94(3), 461-488.

Shleifer A., Vishny R. W., (1992), ‘‘Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach’’, The Journal of Finance, 47(4), 1343-1366.

Shleifer A., Vishny R. W., (1997), ‘‘A Survey of Corporate Governance’’, The Journal of Finance, 52(2), 737-783.

Short H., Keasey K., Duxbury D., (2002), ‘‘Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis’’, International Journal of the Economics of Business, 9(3), 375-399.

Shyam-Sunder L., Myers S. C., (1999), ‘‘Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure’’, Journal of Financial Economics, 51(2), 219-244.

Singh J. P., Pandey S., (2008), ‘‘Impact of Working Capital Management in the Profitability of Hindalco Industries Limited’’, The ICFAI Journal of Financial Economics, 6(4), 62-72.

- Smith C. W., (1977), “Alternative Methods for Raising Capital: Rights Versus Underwritten Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 5(3), 273-307.
- Smith C. W., Warner J. B., (1979), “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Sökmen A. G., (2013), “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi.
- Sonal Ü. G., (2002), “Finansal Performans Ölçüm Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA)”, Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi.
- Stewart G. B. III., (1991), “The Quest for Value”, 1st Edition, Harper Collins Publishers.
- Stewart G. B. III., (2002), “Accounting Is Broken. Here’s How to Fix It: A Radical Manifesto”, *Stern Stewart Research Evaluation*, 5(1), 1-29.
- Stewart T. A., (1997), “Intellectual Capital: The New Wealth of Nations”, Paperback Edition, Doubleday Dell Publishing Group, Inc.
- Stiebale J., Reize F., (2011), “The Impact of FDI Through Mergers and Acquisitions on Innovation in Target Firms”, *International Journal of Industrial Organization*, 29(2), 155-167.
- Stiglitz J. E., (1969), “A Re-Examination of The Modigliani-Miller Theorem”, *The American Economic Review*, 59(5), 784-793.
- Stiglitz J. E., (1988), “Why Financial Structure Matters”, *The Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 121-126.
- Strebulaev I. A., (2007), “Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?”, *The Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.
- Stulz R. M., (1988), “Managerial Control of Voting Rights”, *Journal of Financial Economics*, 20(January-March), 25-54.
- Stulz R. M., (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Swanson Z., Srinidhi B., Seetharaman A., (2003), “The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices”, 1st Edition, Praeger Publishers, Greenwood Publishing Group.
- Swastika D. L. T., (2013), “Corporate Governance, Firm Size, and Earning Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange”, *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 10(4), 77-82.
- Taggart R. A., (1977), “A Model of Corporate Financing Decisions”, *The Journal of Finance*, 32(5), 1467-1484.
- Tagiuri R., Davis J. A., (1992), “On the Goals of Successful Family Companies”, *Family Business Review*, 5(1), 43-62.
- Taner B., Akkaya G. C., (2003), “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 3(1), 1-7.

Taşkın F. D., Durak M. G., Aktaş M., (2013), ‘‘Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama’’, 17. Finans Sempozyumu, 1-11, Muğla/Bodrum/Türkiye, 23-26 Ekim 2013.

Tatoglu E., Glaister K. W., (1998), ‘‘Western MNCs' FDI in Turkey: An Analysis of Location Specific Factors’’, *MIR: Management International Review*, 38(2), 133-159.

Tazik H., Mohamed Z. M., (2014), ‘‘Accounting Information System Effectiveness, Foreign Ownership and Timeliness of Corporate Financial Report’’, *Proceedings 5th Asia-Pacific Business Research Conference*, 1-12, Kuala Lumpur/Malaysia, 17-18 February.

Tecer M., (1980), ‘‘İşletmelerde Sermaye Maliyeti’’, Türkiye ve Ortadoğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 188.

Tekinalp, Ü. (2004), ‘‘Bölünmenin Bugünkü Maddi Hukuk Cephesi’’, Necip Kocayusufpaşaoğlu İçin Armağan, 1. Baskı, Seçkin Yayıncılık, 547-558.

Teplova T. V., (2000), ‘‘Finansoviy Menedjment: Upravleniye Kapitalom i Investitsiyami, Doktorskaya Dissertatsiya, GU VSE, akt. Akman E., (2012), ‘‘Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB’de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması’’, Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi.

Thanatawee Y., (2014), ‘‘Institutional Ownership and Firm Value in Thailand’’, *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), 1-22.

Thevnin C., (2003), ‘‘A Comparative Examination of Bankruptcy Prediction: Altman MDA Study Versus Luther ANN Study: A Test of Predictive Strength Between the Two Techniques’’, Doctorate Dissertation, Nova Southeastern University.

Thompson B. L., (2003), ‘‘Yeni Yöneticinin El Kitabı’’, (Çev: Diker V. G.), 2. Baskı, Hayat Yayınları.

Tihanyi L., Johnson R. A., Hoskisson R. E., Hitt M. A., (2003), ‘‘Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity’’, *The Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.

Titman S., (1984), ‘‘The Effect of Capital Structure on A Firm's Liquidation Decision’’, *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137-151.

Titman S., Wessels R., (1988), ‘‘The Determinants of Capital Structure Choice’’, *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Toprakçı T., (1994), ‘‘Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler ve Türkiye 'de Sektörle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma’’, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi.

Toraman C., Okuyan H. A., (2009), ‘‘İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama’’, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41, 72-81.

Tunçsiper B., Köroğlu Ö., (2006), ‘‘Enflasyonun Otomotiv Sektöründeki İşletmeler Üzerindeki Etkisi: Balıkesir İli Örneği’’, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(15), 43-65.

Turaboğlu T. T., (2002), “Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi.

Türen Ş., (1979), “Optimal Sermaye Yapısı, Sermaye Pazarı Kuramı ve Pay Senetlerinin Sistemik Riski Üzerine Bir Çalışma”, Doçentlik Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları.

Türkel A., (1999), “Globalleşen Dünyanın Lider Yöneticilerine”, 1. Baskı, Türkmen Kitabevi.

Türko R. M., (1999), “Finansal Yönetim”, 1. Baskı, Alfa Yayınları.

Türko R. M., (2002), “Finansal Yönetim”, 2. Baskı, Alfa Yayınları.

Tykvová T., Borell M., (2012), “Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy?”, *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138-150.

Ulukapı Ö., (2008), “İcra ve İflas Hukuku”, 3. Baskı, Mimoza Yayınları.

Uluyol O., Lebe F., Akbaş Y. E., (2014), “Firmaların Finansal Kaldıraç Oranları ile Öz Sermaye Karlılığı Arasındaki İlişki: Hisseleri Borsa İstanbul (BİST)’da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Sektörler Bazında Bir Araştırma”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 70-89.

Uyanık S., (1993), “Sermaye Yapısının Seçiminde Kaldıraçların Rolü”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11, 41-50.

Uysal-Tezölmez S. H., Selekler-Gökşen N. N., (2006), “Türkiye’deki Uluslararası Ortaklıklarda Sahiplik Yapısı ve Performans”, *İktisat İşletme ve Finans*, 21(245), 77-92.

Uzun E., (2005), “İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İrdelenmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 27, 158-168.

Ülgen H., Mirze K., (2007), “İşletmelerde Stratejik Yönetim”, 4. Baskı, Arıkan Basım Yayım Dağıtım.

Ünlü U., Bayrakdaroğlu A., Şamiloğlu F., (2011), “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB için Ampirik Bir Uygulama”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(2), 201- 214.

Van Horne J. C., (1974), “Financial Management and Policy” 3rd Edition, Prentice-Hall.

Van Horne J. C., (1995), “Financial Management and Policy & New Finance Package”, 4th Edition, Prentice-Hall, Inc.

Van Horne J. C., (2002), “Financial Management and Policy”, Stanford University, 12th Edition, Prentice Hall Publishing, New Jersey.

Van Horne J. C., Wachowicz J. M., (2001), “Fundamentals of Financial Management”, 11th Edition, Prentice-Hall, Inc.

Vasiliou D., (2005), “The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Investigation”, *Les Cahiers du Pole de’ Etudes des Politiques Sociales et Economiques (PEPSE)*, No:1, 1-19, akt. Oruç E., (2008), “Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Test Edilmesi”, Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi.

- Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y. L., Salvi A., (2009), “Corporate Finance: Theory and Practice”, 2nd Revised Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Villalonga B., Amit R., (2006), “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417
- Yamaner C., Çakıcı M., Aksoyoğlu N., Uludağ Ö., (2003), “İcra ve İflas Kanunu’nda Başlıca Değişiklikler”, *Bankacılar Dergisi*, 46, 96-108.
- Yaşar S., (2006), “Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği”, SPK Yayınları, Yayın No:200, Ankara.
- Yasuda T., (2005), “Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing” *Small Business Economics*, 24, 1-15.
- Yavan N., (2006), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi Üzerine Uygulamalı Bir Araştırma”, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi.
- Yenice E., (2006), “Kamu Kesiminde Performans Değerlendirmesi”, *Maliye Dergisi*, 150(Ocak-Haziran), 122-132.
- Yılancı M., Yıldız B., Kiracı M., (2002), “Finansal Başarısızlık ile Çalışma Sermayesi Yönetimi Arasındaki İlişki: SPK’ya Tabi İşletmelerde Bir Araştırma”, *MÖDAV Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(4), 1-15.
- Yıldırım İ., Gülcemal T., (2010), “Kaldıraçlı Şirket Ele Geçirmeleri (Leveraged Buy Out-LBO) ve Türkiye Uygulamaları: Borç Yiğidin Kamçısı Mı?”, *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1), 107-114.
- Yıldırım M., (2007), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri”, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Yıldız A., (2014), “Kurumsal Yönetim Endeksi ve Altman Z Skoruna Dayalı Lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirmesi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(3), 71-89.
- Yılğor A. G. (2004), “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, (Ed). Sümer, H., Pernsteiner, H., *Şirket Birleşmeleri*, 1. Baskı, Alfa Yayınları.
- Yılğor A. G., (2002), “İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Stratejileri ve Türkiye’de Sanayi Sektörünün Yeniden Yapılandırma Gereksinimi”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 31(1), 31-50.
- Younas Z. I., Mahmood H., Saeed A., (2013), “Effect of Firm Performance on Corporate Governance a Panel Data Analysis”, *Asian Journal of Empirical Research*, 3(1), 1-8.
- Young S. D., O’Byrne S. F., (2001), “EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation”, McGraw-Hill.
- Yükçü S., Durukan B., Özkol E. (1999), “Finansal Yönetim”, Vizyon Yayınları.
- Yüksel E., Sarıdoğan E., (2011), “Uluslararası Ticaret Teorileri ve Paul R. Krugman’ın katkıları”, *Öneri Dergisi*, 9(35), 199-206.

Yumuşak S., (2008), ‘Performans Değerlemesinin Etkinliğine Etki Eden Faktörlerin Tespitine Yönelik Alan Araştırması’, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 6(10), 44-62.

Yuzbasioglu N., Yoruk N., Demir M. O., Bezirci M., Coskun-Arslan M., (2011), ‘Comparison of Financial Failure Estimation Models for Turkey: An Empirical Study Directed towards Automotive and Spare Parts Sector’, *Middle Eastern Finance and Economics*, 11, 95-106.

Zhang G., (1998), ‘Ownership Concentration, Risk Aversion And The Effect Of Financial Structure On Investment Decisions’, *European Economic Review*, 42(9), 1751-1778.

Zhang J., (2008), ‘Three Essays on Evolution of Financial Structure and Performance of Young Firms’, *Doctoral Dissertation, University of Wisconsin*.

Zwiebel J., (1996), ‘Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment’, *The American Economic Review*, 86(5), 1197-1215.

Wade D., Recardo R., (2001), ‘Corporate Performance Management: How to Build a Better Organization Through Measurement-Driven Strategic Alignment’, 1st Edition, Routledge, Taylor & Francis Group.

Wang K., Shailer G., (2015), ‘Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-Analysis’, *Journal of Economic Surveys*, 29(2), 199-229.

Wanzenried G., (2006), ‘Capital Structure Dynamics in The UK And Continental Europe’, *The European Journal of Finance*, 12(8), 693-716.

Warner J. B., (1977), ‘Bankruptcy Costs: Some Evidence’, *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.

Warusawitharana M., Whited T. M., (2016), ‘Equity Market Misvaluation, Financing, and Investment’, *The Review of Financial Studies*, 29(3), 603-654.

Web 1, (1995), <http://www.nber.org/papers/w5326>, (Erişim Tarihi: 06/12/2016).

Web 2, (2004), <http://www.ifs.org.uk/wps/wp0412.pdf>, (Erişim Tarihi: 15/12/2017).

Web 3, (1999), <http://www.turmob.org.tr/ekutuphane/detailPdf/48144078-50ca-40b3-b29a-5c007f87c3d8/anonim-sirketlerde-kurulus-halka-arz-ve-tasfiye-islemleri>, (Erişim Tarihi: 19/02/2017).

Web 4, (2001), <http://www.capital.com.tr/yonetim/liderlik/saglikli-zayifla-haberdetay-2450>, (Erişim Tarihi: 05/02/2017).

Web 5, (1996), <http://www.nber.org/papers/w5755> (Erişim Tarihi: 04/01/2017).

Web 6, (2005), http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/40_Establishing.pdf, (Erişim Tarihi: 30/01/2017).

Web 7, (1952), <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>, (Erişim Tarihi: 31/01/2017).

Web 8, (1999), www.exinfm.com/training/pdf/files/course08.pdf, (Erişim Tarihi: 11/02/2017)

Web 9, (2004), <http://www.cpaireland.ie/docs/default-source/business-resource/fee---avoiding-business-failure.pdf?sfvrsn=2>, (Erişim Tarihi: 19/02/2017).

Web 10, (2000), <https://www.lek.com/insights/risks-and-rewards-spin-offs-equity-carve-outs-and-tracking-stocks> , (Erişim Tarihi: 21/02/2017).

Web 11, (2006), <http://www.byclb.com/girisimcilik/SirketYapilari.pdf>., (Erişim Tarihi: 27/11/2016).

Web 12, (2016), www.kgk.gov.tr/contents/files/pdf/egitim/sakarya/TFRS.pdf, (Erişim Tarihi: 18/04/2016).

Web 13, (2005), <http://www.mevzuatdergisi.com/2005/06a/04.htm>, (Erişim Tarihi: 21/02/2017).

Web 14, (1999), www.evanomics.com/evastudy.shtml, (Erişim Tarihi: 23/02/2017).

Web 15, (1998), <https://www.nber.org/papers/w6814.pdf>, (Erişim Tarihi: 09/01/2015).

Web 16, (2006), <https://www.oecd.org/russia/38699164.pdf>, (Erişim Tarihi: 29/11/2016).

Web 17, (2016), http://www.ownershipassociates.com/ocs_content1.shtm, (Erişim Tarihi:08/11/2016).

Web 18, (2014), <http://www.vmhk.org.tr/sahis-sirketi-ile-sermaye-sirketinin-turk-ticaret-kanunu-cercevesinde-karsilastirilmasi/>, (Erişim Tarihi:10/11/2016).

Web 19, (2012), <http://www.ipedr.com/vol38/024-ICEBI2012-A10014.pdf>, (Erişim Tarihi: 18/11/2016).

Web 20, (1998), <https://www.oecd.org/gov/budgeting/1901761.pdf>, (Erişim Tarihi: 03/12/2016).

Web 21, (2010), http://www.fig.net/pub/fig2010/papers/ts01m%5Cts01m_wong_ng_4360.pdf, (Erişim Tarihi: 28/10/2016).

Web 22, (2005), https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/13012005-6.pdf, (Erişim Tarihi: 07/12/2016).

Web 23, (1997), <https://books.google.com.tr/books?id=GNHklHRHXzwC&printsec=frontcover&hl=tr#v=onepage&q&f=false>, (Erişim Tarihi: 01/02/2017).

Web 24, (1997), <http://documents.worldbank.org/curated/en/801241468746710267/Ownership-structure-corporate-governance-and-corporate-performance-the-case-of-Chinese-stock-companies>, (Erişim Tarihi: 07/12/2016).

Web 25, (2000), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2061297, (Erişim Tarihi:09/12/2016).

Web 26, (2012), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2063677, (Erişim Tarihi: 21/12/2016).

Web 27, (2001), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=170349##, (Erişim Tarihi:16/12/2016).

Web 28, (1987), https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?toc_id=514206&filepath=/files/docs/publications/frbsfreview/rev_frbsf_1987no4.pdf&start_page=37, (Erişim Tarihi: 27/01/2017).

Web 29, (2004), <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00004004/>, (Erişim Tarihi: 29/11/2016).

Web 30, (2004), <http://documents.worldbank.org/curated/en/599311468778196254/State-ownership-a-residual-role>, (Erişim Tarihi: 29/11/2016).

Web 31, (2001), http://pdc.ceu.hu/archive/00001081/01/choice_steve.pdf (Erişim Tarihi: 10/11/2016).

Web 32, (2001), <https://ideas.repec.org/p/hhb/cbsint/2001-015.html>, (Erişim Tarihi: 10/11/2016).

Web 33, (2007), [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/syslkipbyidentifler/3430/\\$file/dis3430.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/syslkipbyidentifler/3430/$file/dis3430.pdf), (Erişim Tarihi: 02/01/2018).

Web 34, (1998), <https://ssrn.com/abstract=121749>, (Erişim Tarihi: 27/01/2017).

Web 35, (2011), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.678.1713&rep=rep1&type=pdf>, (Erişim Tarihi:22/12/2016).

Web 36, (2005), <http://people.stern.nyu.edu/llitov/jobmarket.pdf>, (Erişim Tarihi: 03/01/2015).

Web 37, (2013), <http://econfin.massey.ac.nz/school/documents/seminarseries/manawatu/Firm%20Uncertainty%20and%20Board%20Size%20in%20China.pdf>, (Erişim Tarihi:18/12/2016).

Web 38, (2006), <https://ssrn.com/abstract=592521>, Mumbai/India, (Erişim Tarihi: 26/10/2016).

Web 39, (1997), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2112, (Erişim Tarihi: 24/01/2017).

Web 40, (2001), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904983, (Erişim Tarihi: 21/12/2016).

Web 41, (2003), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=482463, (Erişim Tarihi: 05/01/2015).

Web 42, (2005), <https://econpapers.repec.org/paper/wpawuwphi/0512025.htm>, (Erişim Tarihi: 18/12/2016).

Web 43, (2004), <http://docshare02.docshare.tips/files/20071/200711831.pdf>, (Erişim Tarihi: 23/01/2017).

Web 44, (2005), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=868466, (Erişim Tarihi: 03/01/2017).

- Web 45, (2005), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.175.6789&rep=rep1&type=pdf>, (Erişim Tarihi: 18/12/2017).
- Web 46, (1995), <http://documents.worldbank.org/curated/en/764951468739476984/The-cross-section-of-stock-returns-evidence-from-emerging-markets>, (Erişim Tarihi:14/12/2017).
- Web 47, (2000), http://biblioferrersalat.com/media/documentos/family_firms.pdf, (Erişim Tarihi: 29/11/2016).
- Web 48, (2001), <https://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2001-386.html>, (Erişim Tarihi: 17/12/2016).
- Web 49, (1999), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=181888, (Erişim Tarihi: 23/11/2016).
- Web 50, (2004), <http://beyondeconomy.pbworks.com/w/file/44809076/Causes%20of%20Bankruptcy.pdf>, (Erişim Tarihi: 25/02/2017).
- Web 51, (2007), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1000092, (Erişim Tarihi: 21/11/2016).
- Web 52, (2002), <https://ssrn.com/abstract=1295815>, (Erişim Tarihi: 02/01/2018).
- Web 53, (2000), <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>, (Erişim Tarihi: 02/01/2018).
- Web 54, (2012), aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf, (Erişim Tarihi:16/12/2016).
- Welch E., (2003), “The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies”, *Australian Journal of Management*, 28(3), 287-305.
- Westhead P., Howorth C., Cowling M., (2002), “Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms”, *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 247-269.
- Weston J. F., Brigham E. F., (1966), “Managerial Finance”, 2nd Edition, Holt, Rinehart and Winston.
- Weston J. F., Copeland T. E., (1992), “Managerial Finance”, 9th Edition, The Dryden Press.
- Weston J. F., Mitchell M. L., Mulherin J. H., (2003), “Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”, 4th Edition, Pearson-Prentice Hall.
- Whitaker R. B., (1999), “The Early Stages of Financial Distress”, *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132.
- Whittington G., (1980), “The Profitability and Size of United Kingdom Companies, 1960-74”, *The Journal of Industrial Economics*, 28(4), 335-352.
- Wiwattanakantang Y., (1999), “An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.

Woelfel C. J., (1994), ‘‘Encyclopedia of Banking and Finance’’, 10th Edition, Probus Publishing Co.

Wooldridge J. M., (2008), ‘‘Introductory Econometrics: A Modern Approach’’, 4th Edition, South-Western Publishing.

Wooldridge J. M., (2010), ‘‘Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data’’, 2nd Edition, The MIT Press.

Xie B., Davidson III W. N., DaDalt P. J., (2003), ‘‘Earnings Management and Corporate Governance: The Role of The Board and The Audit Committee’’, Journal of Corporate Finance, 9(3), 295-316.



ÖZGEÇMİŞ

Ali Korhan ÖZEN, 05.03.1981'de İstanbul'da doğmuştur. 1998 yılında Mersin Anamur Lisesinden mezun olmuştur. 1999 yılında başladığı Başkent Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu Bankacılık bölümünden 2004 yılında lisans diploması almıştır. Lisans mezuniyetinin akabinde başladığı Bilgi Üniversitesi MBA programındaki eğitimini 2007 yılında tamamlamıştır. 2008 yılında denetçi yardımcısı olarak çalışmaya başladığı özel sektörde 4 yıl çalıştıktan sonra kıdemli denetçi olarak ayrılmıştır.

2013 yılında Gebze Teknik Üniversitesi'nde İşletme Anabilim dalında Doktora öğrenimine başlamıştır. 2017-2018 arasında özel sektörde uzman araştırmacı olarak görev yapmıştır. Kurumsal yönetim ve iş psikolojisi alanlarında çalışmalarını sürdürmektedir. İyi düzeyde İngilizce ve temel düzeyde Rusça ile Almanca bilmektedir.

EKLER

EK 1a: BİST’de İşlem Gören ve Araştırmaya Dâhil Edilen Sınai Endeksi Şirketleri

ADANA	ADANA ÇİMENTO	CMBTN	ÇİMBETON
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	CMEN	ÇİMENTAŞ
AEFES	ANADOLU EFES	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK
AFYON	AFYON ÇİMENTO	DENCM	DENİZLİ CAM
AKCNS	AKÇANSA	DERİM	DERİMOD
AKSA	AKSA	DEVA	DEVA HOLDİNG
ALCAR	ALARKO CARRIER	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA
ALKA	ALKİM KAĞIT	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK
ALKİM	ALKİM KİMYA	DITAS	DİTAŞ DOĞAN
ALYAG	ALTINYAĞ	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM
ANACM	ANADOLU CAM	PETKM	PETKİM
ARCLK	ARÇELİK	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM
ARSAN	ARSAN TEKSTİL	DYOBY	DYO BOYA
ASLAN	ASLAN ÇİMENTO	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ
ASUZU	ANADOLU ISUZU	EGGUB	EGE GÜBRE
ATEKS	AKIN TEKSTİL	EGSER	EGE SERAMİK
AYGAZ	AYGAZ	EMKEL	EMEK ELEKTRİK
BAGFS	BAGFAŞ	ERBOS	ERBOSAN
BAKAB	BAK AMBALAJ	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
BANVT	BANVİT	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	FROTO	FORD OTOSAN
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	GENTS	GENTAŞ
BOSSA	BOSSA	GEREL	GERSAN ELEKTRİK
BRISA	BRİSA	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	GOODY	GOOD-YEAR
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	GUBRF	GÜBRE FABRİK.
BTCİM	BATI ÇİMENTO	HEKTS	HEKTAŞ
BUCİM	BURSA ÇİMENTO	HURGZ	HÜRRİYET GZT.
BURCE	BURÇELİK	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	IHMAD	İHLAS MADENCİLİK
CEMTS	ÇEMTAŞ	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ
CİMSA	ÇİMSA	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
IZOCM	İZOCAM	PNSUT	PINAR SÜT
KARSN	KARSAN OTOMOTİV	PRKAB	PRYSMIAN KABLO
KARTN	KARTONSAN	PRKME	PARKELEK.MADENCİLİK
KENT	KENT GIDA	SARKY	SARKUYSAN

KLMSN	KLİMASAN KLİMA	SASA	SASA POLYESTER
KNFRT	KONFRUT GIDA	SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ
KONYA	KONYA ÇİMENTO	SKTAS	SÖKTAŞ
KORDS	KORDSA GLOBAL	SODA	SODA SANAYİİ
KOZAA	KOZA MADENCİLİK	TATGD	TAT GIDA
KRDMA	KARDEMİR	TBORG	T. TUBORG
KRSTL	KRİSTAL KOLA	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN
KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
MERKO	MERKO GIDA	TRCAS	TURCAS PETROL
MNDRS	MENDERES TEKSTİL	TRKCM	TRAKYA CAM
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
MRSHL	MARSHALL	TUKAS	TUKAŞ
NUHCM	NUH ÇİMENTO	TUPRS	TÜPRAŞ
OLMIP	OLMUKSAN-IP	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
OTKAR	OTOKAR	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
PARSN	PARSAN	USAK	UŞAK SERAMİK
PENGD	PENGUEN GIDA	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
PETUN	PINAR ET VE UN	VESTL	VESTEL
PIMAS	PİMAŞ	YATAS	YATAŞ
PINSU	PINAR SU	YUNSA	YÜNSA

EK 1b: BİST’de İşlem Gören ve Araştırmaya Dâhil Edilen Hizmet Endeksi Şirketleri

AKENR	AKENERJİ
AKSUE	AKSU ENERJİ
AYEN	AYEN ENERJİ
BIMAS	BİM MAĞAZALAR
BOYNR	BOYNER MAĞAZACILIK
CLEBI	ÇELEBİ
CRFSA	CARREFOURSA
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV
EDIP	EDİP GAYRİMENKUL
ENKAI	ENKA İNŞAAT
FENER	FENERBAHÇE FUTBOL
GSDDE	GSD DENİZCİLİK
INTEM	İNTEMA

KIPA	TESCO KİPA
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS
MARTI	MARTI OTEL
METUR	METEMTUR OTELCİLİK
MGROS	MİGROS TİCARET
MİPAZ	MİLPA
NTTUR	NET TURİZM
RYSAS	REYSAŞ LOJİSTİK
SANKO	SANKO PAZARLAMA
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU
TCELL	TURKCELL
TEKTU	TEK-ART İNŞAAT
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
TSPOR	TRABZONSPOR SPOR TİF
VAKKO	VAKKO TEKSTİL
YYAPI	YEŞİL YAPI
ZOREN	ZORLU ENERJİ

EK 2: Hizmet Endeksi Serilerinin Özet Betimsel İstatistikleri

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
zskor	overall	-2.643741	16.75606	-198.92	15.08	N = 270
	between		7.97743	-29.68445	5.973333	n = 30
	within		14.79928	-175.2637	32.4507	T = 9
tobin	overall	1.608226	1.417438	.324	11.7103	N = 270
	between		1.257422	.5761889	6.658222	n = 30
	within		.6892329	-2.517596	6.660304	T = 9
roe	overall	-.0081711	1.430729	-19.8703	10.9097	N = 270
	between		.313214	-1.282344	.528	n = 30
	within		1.397068	-18.59613	12.18387	T = 9
roa	overall	.0228667	.1447032	-.5515	.5833	N = 270
	between		.0769334	-.1326667	.1937889	n = 30
	within		.1232732	-.7224222	.4573111	T = 9
pddd	overall	2.687887	4.256332	0	48.9212	N = 270
	between		2.691393	.5163889	13.42854	n = 30
	within		3.329892	-4.541458	44.71748	T = 9
yas	overall	29.36667	14.11513	7	62	N = 270
	between		14.08713	11	58	n = 30
	within		2.586784	25.36667	33.36667	T = 9
valog	overall	20.01762	1.80939	16.0514	24.1851	N = 270
	between		1.74976	17.03641	23.41742	n = 30
	within		.5507117	18.35785	22.54155	T = 9
bdvk	overall	.0306219	.0304213	0	.1781	N = 270
	between		.0228272	.0019222	.0925667	n = 30
	within		.0204909	-.0317893	.1421107	T = 9
tbtv	overall	.5520141	.2953249	.0161	2.3569	N = 270
	between		.2105087	.1254556	.8938778	n = 30
	within		.2102873	-.067097	2.255692	T = 9
yabp	overall	.0687629	.1423732	0	.955682	N = 270
	between		.1106738	.0003516	.498509	n = 30
	within		.0915735	-.4262081	.6804473	T = 9
ortak	overall	1.440741	.8237909	0	4	N = 270
	between		.601179	0	2.666667	n = 30
	within		.5726811	-1.225926	3.107407	T = 9
kury	overall	.2941319	.2576171	0	.9788	N = 270
	between		.2027469	.0629889	.8549444	n = 30
	within		.1627352	-.280157	.9797207	T = 9
hao	overall	.3460022	.2258766	.02	1	N = 270
	between		.1939685	.0289556	.7233333	n = 30
	within		.1204797	-.2573311	1.172669	T = 9
ebuop	overall	.6175244	.2530831	.009	.9814	N = 270
	between		.1827107	.1894333	.9453222	n = 30
	within		.1779344	-.2420533	1.200247	T = 9
ebop	overall	.4930681	.2519661	.0731	.9792	N = 270
	between		.2353055	.0767222	.9374889	n = 30
	within		.0988175	.2297904	1.059979	T = 9
ebop	overall	.4930681	.2519661	.0731	.9792	N = 270
	between		.2353055	.0767222	.9374889	n = 30
	within		.0988175	.2297904	1.059979	T = 9

EK 3:

MODEL 1A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                        Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.0853                               min =          9
  between = 0.0048                              avg =         9.0
  overall = 0.0045                              max =          9

corr(u_i, Xb) = -0.5465                        F(5,235)       =       4.39
                                                Prob > F       =       0.0008
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.1433018	.3662959	-0.39	0.696	-.864945	.5783414
yabp	2.108449	2.71114	0.78	0.438	-3.232795	7.449693
kury	4.772479	1.434043	3.33	0.001	1.947256	7.597702
hao	4.263976	2.293588	1.86	0.064	-.2546443	8.782597
ebop	7.210579	2.925766	2.46	0.014	1.446499	12.97466
_cons	-3.685026	2.173129	-1.70	0.091	-7.966328	.5962768
sigma_u	3.4059567					
sigma_e	3.4072328					
rho	.49981269	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 235) = 5.90 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                        Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.0755                               min =          9
  between = 0.0006                              avg =         9.0
  overall = 0.0111                              max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(5)   =      13.13
                                                Prob > chi2    =       0.0222
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0032933	.3456262	0.01	0.992	-.6741216	.6807081
yabp	2.348245	2.391	0.98	0.326	-2.338029	7.034518
kury	3.216358	1.312832	2.45	0.014	.6432531	5.789462
hao	2.032774	1.982139	1.03	0.305	-1.852146	5.917694
ebop	2.677905	2.151278	1.24	0.213	-1.538522	6.894331
_cons	-.448097	1.83433	-0.24	0.807	-4.043318	3.147124
sigma_u	2.5232357					
sigma_e	3.4072328					
rho	.35417972	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	18.11636	4.256332
e	11.60924	3.407233
u	6.366718	2.523236

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$\text{chibar2}(01) = 94.79$
 $\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$

Hausman

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	-.1433018	.0032933	-.1465951	.1213063
yabp	2.108449	2.348245	-.2397955	1.278045
kury	4.772479	3.216358	1.556122	.5770191
hao	4.263976	2.032774	2.231202	1.153981
ebop	7.210579	2.677905	4.532674	1.982955

b = consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg
 B = inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg

Test: H_0 : difference in coefficients not systematic

$\text{chi2}(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$
 $= 12.88$
 $\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0245$

EK 4:**MODEL 1B**

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:

within = 0.0867
 between = 0.0038
 overall = 0.0045

Obs per group:

min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.5666

F(6,234) = 3.70
 Prob > F = 0.0016

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	-.2731414	.4695773	-0.58	0.561	-1.198281	.651998
ortak	-.1187961	.3692241	-0.32	0.748	-.8462242	.6086321
yabp	2.204129	2.719943	0.81	0.419	-3.154576	7.562835
kury	4.725841	1.438303	3.29	0.001	1.892163	7.559518
hao	3.828966	2.41551	1.59	0.114	-.9299605	8.587893
ebop	7.685481	3.04152	2.53	0.012	1.693219	13.67774
_cons	1.670803	9.46127	0.18	0.860	-16.96935	20.31096
sigma_u	3.4647486					
sigma_e	3.4120396					
rho	.50766432	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 5.86

Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0760
 between = 0.0005
 overall = 0.0113

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 13.21
 Prob > chi2 = 0.0399

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	-.0612531	.2676408	-0.23	0.819	-.5858195	.4633132
ortak	.0098979	.3477486	0.03	0.977	-.6716769	.6914727
yabp	2.418334	2.421948	1.00	0.318	-2.328597	7.165265
kury	3.191754	1.327035	2.41	0.016	.5908142	5.792695
hao	1.933429	2.050032	0.94	0.346	-2.084559	5.951417
ebop	2.791696	2.193576	1.27	0.203	-1.507635	7.091026
_cons	.7492132	5.630794	0.13	0.894	-10.28694	11.78537
sigma_u	2.5456866					
sigma_e	3.4120396					
rho	.35759458	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	18.11636	4.256332
e	11.64201	3.41204
u	6.48052	2.545687

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 91.98
 Prob > chibar2 = 0.0000

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	-.2731414	-.0612531	-.2118883	.3858383
ortak	-.1187961	.0098979	-.1286939	.1240859
yabp	2.204129	2.418334	-.2142047	1.237844
kury	4.725841	3.191754	1.534086	.554702
hao	3.828966	1.933429	1.895537	1.277521
ebop	7.685481	2.791696	4.893785	2.10691

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 13.85
 Prob>chi2 = 0.0313

. hausman fixed random

	— Coefficients —			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
yas	-.0145244	-.035335	.0208106	.0812311
ortak	-.1309178	.0071925	-.1381103	.1446703
yabp	2.144894	2.479384	-.3344898	1.295362
kury	4.763411	3.332523	1.430888	.5787345
hao	4.194392	2.05508	2.139312	1.233082
ebop	7.282829	2.951643	4.331186	2.01955

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 11.61
Prob>chi2 = 0.0712

EK 6:**MODEL 1D**

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                  Number of groups =        30

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0870                          min =           9
  between = 0.0068                         avg =          9.0
  overall = 0.0023                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.6120                    F(7,233)        =        3.17
                                           Prob > F        =        0.0032

```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	-.395058	.6277008	-0.63	0.530	-1.631753	.8416366
yas	.0345958	.1179053	0.29	0.769	-.1977008	.2668925
ortak	-.1373557	.3753156	-0.37	0.715	-.8768016	.6020903
yabp	2.160026	2.729412	0.79	0.430	-3.217454	7.537507
kury	4.726622	1.441122	3.28	0.001	1.887327	7.565918
hao	3.800544	2.422179	1.57	0.118	-.971627	8.572715
ebop	7.72536	3.050506	2.53	0.012	1.71526	13.73546
_cons	3.115031	10.68144	0.29	0.771	-17.92951	24.15957
sigma_u	3.619553					
sigma_e	3.4187222					
rho	.52851089	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 233) = 5.73 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                    Number of groups =       30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0756                          min =          9
  between = 0.0008                          avg =         9.0
  overall = 0.0177                          max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(7)    =      14.37
                                              Prob > chi2     =      0.0450

```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.011758	.2801913	0.04	0.967	-.5374068	.5609228
yas	-.0357462	.0361559	-0.99	0.323	-.1066105	.0351181
ortak	.0049322	.3477879	0.01	0.989	-.6767195	.686584
yabp	2.449792	2.426291	1.01	0.313	-2.305651	7.205234
kury	3.364147	1.334996	2.52	0.012	.7476023	5.980692
hao	2.101531	2.058976	1.02	0.307	-1.933987	6.13705
ebop	2.9805	2.208623	1.35	0.177	-1.348322	7.309322
_cons	.1404783	5.706706	0.02	0.980	-11.04446	11.32542
sigma_u	2.6014768					
sigma_e	3.4187222					
rho	.36670582	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	18.11636	4.256332
e	11.68766	3.418722
u	6.767682	2.601477

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 91.32
 Prob > chibar2 = 0.0000

. hausman fixed random

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	-.395058	.011758	-.406816	.5616949
yas	.0345958	-.0357462	.0703421	.1122248
ortak	-.1373557	.0049322	-.1422879	.1410865
yabp	2.160026	2.449792	-.2897652	1.250121
kury	4.726622	3.364147	1.362475	.5427877
hao	3.800544	2.101531	1.699013	1.275762
ebop	7.72536	2.9805	4.744859	2.10418

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 12.38
Prob>chi2 = 0.0888

EK 7:

MODEL IIA

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                  Number of groups =        30

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0145                          min =           9
  between = 0.0309                         avg =          9.0
  overall = 0.0178                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.1002                    F(5,235)        =       0.69
                                           Prob > F         =     0.6287
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0017488	.0140754	0.12	0.901	-.0259812	.0294789
yabp	-.1120617	.1041789	-1.08	0.283	-.3173056	.0931822
kury	.0020125	.0551049	0.04	0.971	-.1065502	.1105752
hao	-.0347593	.088134	-0.39	0.694	-.2083929	.1388743
ebop	.0591518	.1124262	0.53	0.599	-.1623401	.2806438
_cons	.0103217	.0835052	0.12	0.902	-.1541926	.1748361
sigma_u	.07628888					
sigma_e	.13092714					
rho	.25346292	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 235) = 2.88 Prob > F = 0.0000


```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                 Number of groups =        30

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0123                          min =          9
  between = 0.0668                         avg =         9.0
  overall = 0.0272                          max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(5)    =       4.79
                                           Prob > chi2     =     0.4417

```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0000428	.0124953	0.00	0.997	-.0244475	.0245331
yabp	-.064991	.0832655	-0.78	0.435	-.2281883	.0982064
kury	-.0353682	.0463062	-0.76	0.445	-.1261267	.0553903
hao	-.0389495	.0685529	-0.57	0.570	-.1733107	.0954118
ebop	.0512856	.0706846	0.73	0.468	-.0872537	.189825
_cons	.0258662	.0622794	0.42	0.678	-.0961992	.1479315
sigma_u	.06649226					
sigma_e	.13092714					
rho	.20503606	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roa}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.020939	.1447032
e	.0171419	.1309271
u	.0044212	.0664923

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 28.48

Prob > chibar2 = 0.0000


```
. hausman fixed random
```

	— Coefficients —			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
valog	-.0488111	.0036774	-.0524885	.0158428
ortak	.0061281	-.0005079	.006636	.006163
yabp	-.0949634	-.0707406	-.0242227	.0588783
kury	-.0063219	-.0329012	.0265793	.0277707
hao	-.1124967	-.0316436	-.0808531	.058508
ebop	.144018	.0462124	.0978056	.0905238

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 11.99
Prob>chi2 = 0.0622

EK 9:

MODEL IIC

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0950
 between = 0.0159
 overall = 0.0124

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.9229
 F(6, 234) = 4.09
 Prob > F = 0.0006

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yas	-.0148266	.0032504	-4.56	0.000	-.0212303	-.0084229
ortak	.0143905	.0137984	1.04	0.298	-.0127944	.0415755
yabp	-.074858	.1003797	-0.75	0.457	-.2726215	.1229054
kury	-.007244	.0529587	-0.14	0.891	-.1115807	.0970927
hao	-.1057917	.0860597	-1.23	0.220	-.2753425	.0637591
ebop	.1329052	.109172	1.22	0.225	-.0821804	.3479907
_cons	.415892	.119734	3.47	0.001	.1799976	.6517865
sigma_u	.21949449					
sigma_e	.12573538					
rho	.75292899	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 3.78

Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =      270
Group variable: sirketid                    Number of groups =      30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0392                           min =          9
  between = 0.0457                          avg =         9.0
  overall = 0.0276                          max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)    =      7.47
                                               Prob > chi2     =     0.2796

```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yas	-.001758	.0010507	-1.67	0.094	-.0038174	.0003014
ortak	-.0000681	.012513	-0.01	0.996	-.0245932	.0244569
yabp	-.0605815	.0842788	-0.72	0.472	-.2257649	.1046019
kury	-.0253465	.0468389	-0.54	0.588	-.1171492	.0664561
hao	-.0363129	.0693661	-0.52	0.601	-.172268	.0996423
ebop	.0624384	.0725645	0.86	0.390	-.0797854	.2046621
_cons	.0679895	.0682383	1.00	0.319	-.065755	.201734
sigma_u	.06953032					
sigma_e	.12573538					
rho	.23418427	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.020939	.1447032
e	.0158094	.1257354
u	.0048345	.0695303

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 29.55
 Prob > chibar2 = 0.0000

```
. hausman fixed random
```

	—— Coefficients ——			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
yas	-.0148266	-.001758	-.0130686	.0030758
ortak	.0143905	-.0000681	.0144587	.0058156
yabp	-.074858	-.0605815	-.0142765	.0545268
kury	-.007244	-.0253465	.0181025	.024713
hao	-.1057917	-.0363129	-.0694788	.0509373
ebop	.1329052	.0624384	.0704668	.0815654

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 20.24
Prob>chi2 = 0.0025


```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       270
Group variable: sirketid               Number of groups =        30

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.0283                      min =           9
    between = 0.0951                     avg  =          9.0
    overall = 0.0409                      max  =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(7)    =       7.96
                                           Prob > chi2     =     0.3361

```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.0063161	.0084759	0.75	0.456	-.0102963	.0229285
yas	-.0018419	.0010488	-1.76	0.079	-.0038975	.0002136
ortak	-.001146	.012546	-0.09	0.927	-.0257358	.0234438
yabp	-.0688673	.0848484	-0.81	0.417	-.2351671	.0974324
kury	-.0208515	.0473678	-0.44	0.660	-.1136907	.0719877
hao	-.0233452	.0709436	-0.33	0.742	-.1623922	.1157017
ebop	.0541026	.072192	0.75	0.454	-.0873912	.1955964
_cons	-.0555542	.176686	-0.31	0.753	-.4018524	.290744
sigma_u	.06602887					
sigma_e	.12598599					
rho	.21548786	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roa}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.020939	.1447032
e	.0158725	.125986
u	.0043598	.0660289

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$\underline{\text{chibar2}}(01) = 20.69$
 Prob > $\text{chibar2} = 0.0000$

. hausman fixed random

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	.0061195	.0063161	-.0001966	.0215231
yas	-.0155875	-.0018419	-.0137455	.0042165
ortak	.0144903	-.001146	.0156363	.0058219
yabp	-.0750924	-.0688673	-.0062251	.054017
kury	-.0066741	-.0208515	.0141774	.0240154
hao	-.0996909	-.0233452	-.0763456	.0541722
ebop	.1260503	.0541026	.0719477	.0861731

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 22.60
Prob>chi2 = 0.0020

EK 11:

MODEL IIIA

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0485
 between = 0.0639
 overall = 0.0099

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.6236

F(5,235) = 2.40
 Prob > F = 0.0382

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yabp	-1.761146	1.160146	-1.52	0.130	-4.046761	.524469
ortak	-.0065225	.1567446	-0.04	0.967	-.3153267	.3022817
kury	2.09638	.6136531	3.42	0.001	.8874159	3.305344
ebop	-.2091238	1.251988	-0.17	0.867	-2.675678	2.25743
hao	.545813	.9814678	0.56	0.579	-1.387787	2.479413
_cons	-.5800247	.9299211	-0.62	0.533	-2.412072	1.252022
sigma_u	.53490976					
sigma_e	1.4580166					
rho	.11862996	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 235) = 0.74 Prob > F = 0.8373

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0463
 between = 0.0425
 overall = 0.0104

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(5) = 1.22
 Prob > chi2 = 0.9429

(Std. Err. adjusted for 30 clusters in sirketid)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yabp	-.43768	.6408509	-0.68	0.495	-1.693725	.8183646
ortak	-.0353541	.0461392	-0.77	0.444	-.1257853	.0550771
kury	.6175128	.8241403	0.75	0.454	-.9977726	2.232798
ebop	-.0224047	.2353922	-0.10	0.924	-.4837649	.4389554
hao	.2265346	.3963595	0.57	0.568	-.5503158	1.003385
_cons	-.1761034	.3645461	-0.48	0.629	-.8906007	.5383938
sigma_u	0					
sigma_e	1.4580166					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roe}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046985	1.430729
e	2.125812	1.458017
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yabp	-1.761146	-.43768	-1.323466	.9271482
ortak	-.0065225	-.0353541	.0288317	.1036061
kury	2.09638	.6175128	1.478867	.4676368
ebop	-.2091238	-.0224047	-.1867191	1.125736
hao	.545813	.2265346	.3192784	.7965395

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.29
 Prob>chi2 = 0.0675

OLS

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 01/24/19 Time: 11:54

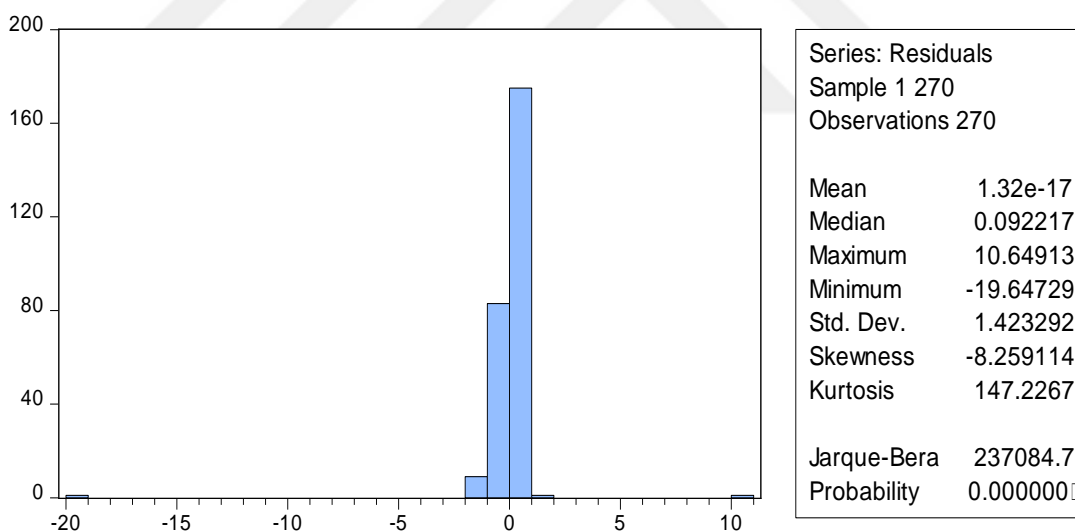
Sample: 1 270

Included observations: 270

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ORTAK	-0.035360	0.047605	-0.742783	0.4583
KURY	0.617465	0.759790	0.812678	0.4171
HAO	0.226520	0.441881	0.512628	0.6086
EBOP	-0.022388	0.268122	-0.083499	0.9335
YABP	-0.437640	0.602141	-0.726807	0.4680
C	-0.176086	0.378363	-0.465389	0.6420

R-squared	0.010374	Mean dependent var	-0.008172
Adjusted R-squared	-0.008369	S.D. dependent var	1.430733
S.E. of regression	1.436707	Akaike info criterion	3.584556
Sum squared resid	544.9296	Schwarz criterion	3.664521
Log likelihood	-477.9151	Hannan-Quinn criter.	3.616667
F-statistic	0.553484	Durbin-Watson stat	2.697538
Prob(F-statistic)	0.735606	Wald F-statistic	0.289301
Prob(Wald F-statistic)	0.918684		



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.652433	Prob. F(5,259)	0.0000
Obs*R-squared	42.40934	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.687450	Prob. F(20,249)	0.8375
Obs*R-squared	14.12842	Prob. Chi-Square(20)	0.8239
Scaled explained SS	987.5761	Prob. Chi-Square(20)	0.0000

EK 12:

MODEL IIB

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =      270
Number of groups =      30

R-sq:
  within = 0.0485
  between = 0.0633
  overall = 0.0103

Obs per group:
  min =      9
  avg  =     9.0
  max  =      9

corr(u_i, Xb) = -0.6151

F(6,234) = 1.99
Prob > F = 0.0680

```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	.0160779	.2010831	0.08	0.936	-.3800867	.4122425
yabp	-1.766778	1.164738	-1.52	0.131	-4.061491	.527935
ortak	-.007965	.1581097	-0.05	0.960	-.3194653	.3035354
kury	2.099125	.6159123	3.41	0.001	.8856835	3.312567
ebop	-.237078	1.302444	-0.18	0.856	-2.803094	2.328938
hao	.571419	1.034374	0.55	0.581	-1.466456	2.609294
_cons	-.8952846	4.051519	-0.22	0.825	-8.8774	7.086831
sigma_u	.52908741					
sigma_e	1.4611087					
rho	.11592542	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 0.72 Prob > F = 0.8565

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =        30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0456                          min =           9
  between = 0.0287                         avg =          9.0
  overall = 0.0121                         max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)    =       3.21
                                              Prob > chi2     =       0.7817

```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.0365513	.0544237	0.67	0.502	-.0701172	.1432198
yabp	-.5616787	.7221053	-0.78	0.437	-1.976979	.8536218
ortak	-.0409551	.1180383	-0.35	0.729	-.272306	.1903957
kury	.676514	.4073484	1.66	0.097	-.1218741	1.474902
ebop	-.0695766	.5529479	-0.13	0.900	-1.153335	1.014181
hao	.3119991	.5879477	0.53	0.596	-.8403573	1.464355
_cons	-.9148437	1.220369	-0.75	0.453	-3.306722	1.477035
sigma_u	0					
sigma_e	1.4611087					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	.0160779	.0365513	-.0204734	.1935781
yabp	-1.766778	-.5616787	-1.205099	.9138811
ortak	-.007965	-.0409551	.0329902	.1051933
kury	2.099125	.676514	1.422611	.4619689
ebop	-.237078	-.0695766	-.1675013	1.179241
hao	.571419	.3119991	.25942	.8510265

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =          9.79
Prob>chi2 =          0.1336

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roe}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046985	1.430729
e	2.134839	1.461109
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 01/24/19 Time: 12:15

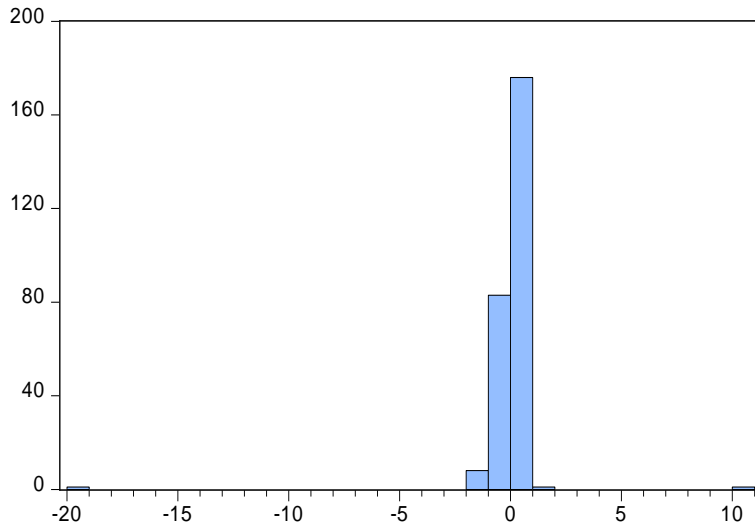
Sample: 1 270

Included observations: 270

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ORTAK	-0.040961	0.045540	-0.899445	0.3692
KURY	0.676469	0.745019	0.907989	0.3647
HAO	0.311983	0.409588	0.761699	0.4469
EBOP	-0.069559	0.293098	-0.237323	0.8126
YABP	-0.561641	0.606651	-0.925805	0.3554
VALOG	0.036550	0.030142	1.212606	0.2264
C	-0.914806	0.519892	-1.759607	0.0796

R-squared	0.012068	Mean dependent var	-0.008172
Adjusted R-squared	-0.010470	S.D. dependent var	1.430733
S.E. of regression	1.438203	Akaike info criterion	3.590250
Sum squared resid	543.9967	Schwarz criterion	3.683543
Log likelihood	-477.6838	Hannan-Quinn criter.	3.627712
F-statistic	0.535448	Durbin-Watson stat	2.695034
Prob(F-statistic)	0.781105	Wald F-statistic	0.899875
Prob(Wald F-statistic)	0.495458		



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.367691	Prob. F(5,258)	0.0000
Obs*R-squared	41.48552	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.767567	Prob. F(27,242)	0.7912
Obs*R-squared	21.29823	Prob. Chi-Square(27)	0.7721
Scaled explained SS	1490.852	Prob. Chi-Square(27)	0.0000

EK 13:

MODEL IIIC

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0487
 between = 0.0939
 overall = 0.0087

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.6237

F(6,234) = 2.00
 Prob > F = 0.0669

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yas	-.0087079	.037767	-0.23	0.818	-.0831147	.0656989
yabp	-1.739296	1.166346	-1.49	0.137	-4.037177	.558586
ortak	.0009022	.1603285	0.01	0.996	-.3149695	.3167739
kury	2.090944	.615345	3.40	0.001	.8786194	3.303268
ebop	-.1658073	1.268507	-0.13	0.896	-2.664961	2.333346
hao	.5040945	.9999571	0.50	0.615	-1.465975	2.474164
_cons	-.3418265	1.391231	-0.25	0.806	-3.082766	2.399112
sigma_u	.53926232					
sigma_e	1.4609628					
rho	.11990843	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 0.73

Prob > F = 0.8388

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                    Number of groups =       30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0463                          min =          9
  between = 0.0375                          avg =         9.0
  overall = 0.0104                          max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(6)    =       2.76
                                              Prob > chi2     =       0.8378

```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yas	.0005442	.0064191	0.08	0.932	-.0120369	.0131253
yabp	-.4415733	.7001996	-0.63	0.528	-1.813939	.9307927
ortak	-.0344794	.1182935	-0.29	0.771	-.2663304	.1973715
kury	.6121874	.4030236	1.52	0.129	-.1777243	1.402099
ebop	-.0244787	.5494763	-0.04	0.964	-1.101433	1.052475
hao	.224076	.5752271	0.39	0.697	-.9033484	1.3515
_cons	-.189637	.5525799	-0.34	0.731	-1.272674	.8933997
sigma_u	0					
sigma_e	1.4609628					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yas	-.0087079	.0005442	-.0092521	.0372175
yabp	-1.739296	-.4415733	-1.297722	.9327832
ortak	.0009022	-.0344794	.0353817	.1082214
kury	2.090944	.6121874	1.478756	.4649962
ebop	-.1658073	-.0244787	-.1413285	1.143322
hao	.5040945	.224076	.2800186	.8179413

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =      10.65
Prob>chi2 =      0.0997

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roe}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046985	1.430729
e	2.134412	1.460963
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

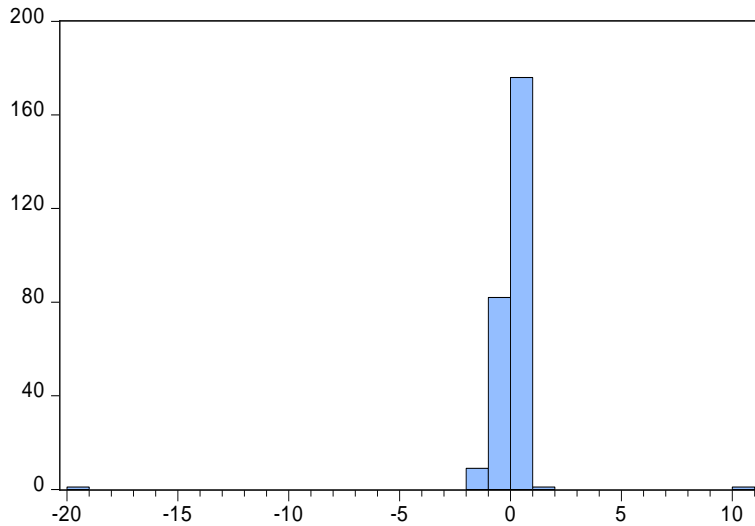
Date: 01/24/19 Time: 12:18

Sample: 1 270

Included observations: 270

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ORTAK	-0.034486	0.047136	-0.731623	0.4651
KURY	0.612141	0.765009	0.800175	0.4243
HAO	0.224062	0.438439	0.511046	0.6097
EBOP	-0.024461	0.265733	-0.092052	0.9267
YABP	-0.441532	0.604683	-0.730187	0.4659
YAS	0.000544	0.003135	0.173505	0.8624
C	-0.189614	0.400003	-0.474030	0.6359
R-squared	0.010401	Mean dependent var		-0.008172
Adjusted R-squared	-0.012175	S.D. dependent var		1.430733
S.E. of regression	1.439416	Akaike info criterion		3.591936
Sum squared resid	544.9147	Schwarz criterion		3.685229
Log likelihood	-477.9114	Hannan-Quinn criter.		3.629398
F-statistic	0.460699	Durbin-Watson stat		2.698405
Prob(F-statistic)	0.837038	Wald F-statistic		0.243090
Prob(Wald F-statistic)	0.961751			



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.638704	Prob. F(5,258)	0.0000
Obs*R-squared	42.49682	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.638278	Prob. F(27,242)	0.9182
Obs*R-squared	17.94924	Prob. Chi-Square(27)	0.9051
Scaled explained SS	1244.748	Prob. Chi-Square(27)	0.0000

EK 14:

MODEL IID

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0491
 between = 0.1007
 overall = 0.0077

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

F(7,233) = 1.72
 Prob > F = 0.1053

corr(u_i, Xb) = -0.6442

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	.0832358	.2687625	0.31	0.757	-.4462793	.612751
yas	-.0190572	.0504835	-0.38	0.706	-.1185196	.0804052
yabp	-1.742484	1.168651	-1.49	0.137	-4.044958	.5599904
ortak	.0022586	.1606988	0.01	0.989	-.3143497	.318867
kury	2.098695	.6170449	3.40	0.001	.8829942	3.314395
ebop	-.2590452	1.306134	-0.20	0.843	-2.832388	2.314298
hao	.5870754	1.037104	0.57	0.572	-1.456224	2.630374
_cons	-1.69084	4.573467	-0.37	0.712	-10.70147	7.319794
sigma_u	.55560025					
sigma_e	1.4637933					
rho	.12592554	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 233) = 0.72 Prob > F = 0.8542

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0456
 between = 0.0311
 overall = 0.0121

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

Wald chi2(7) = 3.20
 Prob > chi2 = 0.8655

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.0371778	.0557223	0.67	0.505	-.072036	.1463915
yas	-.0003584	.0065667	-0.05	0.956	-.0132289	.0125121
yabp	-.5612399	.7235226	-0.78	0.438	-1.979318	.8568384
ortak	-.0416272	.1189021	-0.35	0.726	-.2746709	.1914166
kury	.6810324	.4164356	1.64	0.102	-.1351664	1.497231
ebop	-.0690193	.5540931	-0.12	0.901	-1.155022	1.016983
hao	.3150831	.5917696	0.53	0.594	-.8447641	1.47493
_cons	-.9185925	1.224616	-0.75	0.453	-3.318797	1.481612
sigma_u	0					
sigma_e	1.4637933					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	.0832358	.0371778	.046058	.2629226
yas	-.0190572	-.0003584	-.0186988	.0500546
yabp	-1.742484	-.5612399	-1.181244	.9177479
ortak	.0022586	-.0416272	.0438858	.1081036
kury	2.098695	.6810324	1.417662	.4553305
ebop	-.2590452	-.0690193	-.190026	1.18278
hao	.5870754	.3150831	.2719923	.8516998

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.25
 Prob>chi2 = 0.1748

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046985	1.430729
e	2.142691	1.463793
u	0	0

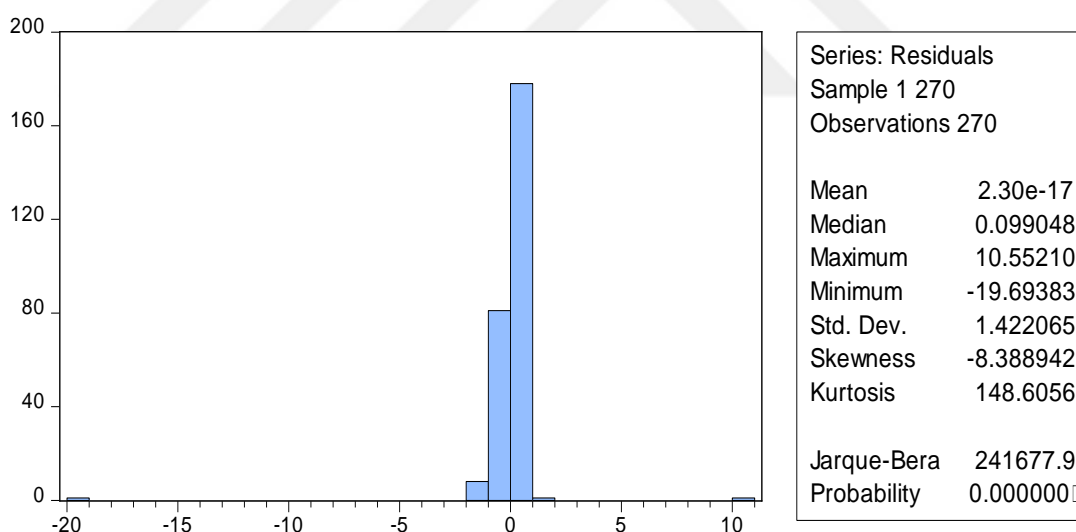
Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Dependent Variable: ROE
 Method: Least Squares
 Date: 01/24/19 Time: 12:21
 Sample: 1 270
 Included observations: 270
 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed
 bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ORTAK	-0.041633	0.045104	-0.923055	0.3568
KURY	0.680990	0.748675	0.909594	0.3639
HAO	0.315069	0.401656	0.784424	0.4335
EBOP	-0.069001	0.291638	-0.236598	0.8132
YABP	-0.561202	0.610883	-0.918673	0.3591
YAS	-0.000359	0.003565	-0.100592	0.9200
VALOG	0.037177	0.033435	1.111930	0.2672
C	-0.918558	0.532784	-1.724073	0.0859

R-squared	0.012079	Mean dependent var	-0.008172
Adjusted R-squared	-0.014315	S.D. dependent var	1.430733
S.E. of regression	1.440937	Akaike info criterion	3.597646
Sum squared resid	543.9905	Schwarz criterion	3.704266
Log likelihood	-477.6822	Hannan-Quinn criter.	3.640460
F-statistic	0.457642	Durbin-Watson stat	2.694414
Prob(F-statistic)	0.864492	Wald F-statistic	0.766892
Prob(Wald F-statistic)	0.615578		



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.320279	Prob. F(5,257)	0.0000
Obs*R-squared	41.44374	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.777987	Prob. F(35,234)	0.8115
Obs*R-squared	28.14374	Prob. Chi-Square(35)	0.7878
Scaled explained SS	1955.824	Prob. Chi-Square(35)	0.0000

EK 15:

MODEL IVA

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.0342                               min =           9
  between = 0.0544                              avg =          9.0
  overall = 0.0107                              max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.2728                        F(5,235)       =       1.66
                                                Prob > F       =       0.1445
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yabp	.0511723	.576648	0.09	0.929	-1.084888	1.187232
ortak	.0020647	.0779096	0.03	0.979	-.1514257	.1555552
kury	.6154871	.3050149	2.02	0.045	.0145741	1.2164
ebop	.3453485	.622298	0.55	0.579	-.880647	1.571344
hao	.8612764	.4878365	1.77	0.079	-.0998151	1.822368
_cons	.9524142	.4622153	2.06	0.040	.0417992	1.863029
sigma_u	1.3047853					
sigma_e	.72470402					
rho	.76423881	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 235) = 26.14 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.0338                               min =           9
  between = 0.0375                              avg =          9.0
  overall = 0.0065                              max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(5)   =       6.47
                                                Prob > chi2    =       0.2628
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yabp	.1522581	.5570134	0.27	0.785	-.9394681	1.243984
ortak	.0000473	.0765634	0.00	1.000	-.1500143	.1501088
kury	.4973579	.2981976	1.67	0.095	-.0870986	1.081814
ebop	.42058	.567631	0.74	0.459	-.6919562	1.533116
hao	.7811867	.4684747	1.67	0.095	-.1370069	1.69938
_cons	.9737323	.4923081	1.98	0.048	.0088262	1.938638
sigma_u	1.2749234					
sigma_e	.72470402					
rho	.7557939	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yabp	.0511723	.1522581	-.1010858	.1491944
ortak	.0020647	.0000473	.0020175	.0144203
kury	.6154871	.4973579	.1181292	.0641273
ebop	.3453485	.42058	-.0752315	.2550487
hao	.8612764	.7811867	.0800897	.136073

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 5.10
 Prob>chi2 = 0.4041

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.5251959	.724704
u	1.62543	1.274923

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 517.24
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 16:

MODEL IVB

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =      270
Number of groups =      30

R-sq:
  within = 0.1058
  between = 0.0001
  overall = 0.0031

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.4715

F(6,234) = 4.61
Prob > F = 0.0002

```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	-.4164314	.0961705	-4.33	0.000	-.6059021	-.2269607
yabp	.1970465	.5570507	0.35	0.724	-.9004289	1.294522
ortak	.0394262	.075618	0.52	0.603	-.1095528	.1884052
kury	.5443821	.2945678	1.85	0.066	-.0359618	1.124726
ebop	1.069384	.6229105	1.72	0.087	-.1578453	2.296613
hao	.1980597	.4947022	0.40	0.689	-.7765796	1.172699
_cons	9.11791	1.93769	4.71	0.000	5.300363	12.93546
sigma_u	1.4462196					
sigma_e	.69879367					
rho	.81072156	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 28.19 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =       30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.1047                          min =           9
  between = 0.0001                         avg =          9.0
  overall = 0.0032                         max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)    =      21.02
                                           Prob > chi2     =      0.0018

```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	-.3044624	.0813301	-3.74	0.000	-.4638665	-.1450584
yabp	.3122431	.5445807	0.57	0.566	-.7551155	1.379602
ortak	.0300835	.074924	0.40	0.688	-.116765	.1769319
kury	.4221428	.2911808	1.45	0.147	-.148561	.9928466
ebop	.912995	.5711413	1.60	0.110	-.2064214	2.032411
hao	.2796681	.4764268	0.59	0.557	-.6541113	1.213448
_cons	6.966926	1.673467	4.16	0.000	3.686992	10.24686
sigma_u	1.28766					
sigma_e	.69879367					
rho	.7724949	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	-.4164314	-.3044624	-.1119689	.0513243
yabp	.1970465	.3122431	-.1151966	.1172063
ortak	.0394262	.0300835	.0093427	.0102206
kury	.5443821	.4221428	.1222393	.0445416
ebop	1.069384	.912995	.156389	.2486263
hao	.1980597	.2796681	-.0816084	.1332205

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         =          7.92
Prob>chi2 =          0.2442
(V_b-V_B is not positive definite)

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.4883126	.6987937
u	1.658068	1.28766

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 513.86
Prob > chibar2 = 0.0000



EK 17:

MODEL IVC

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.0628
 between = 0.0802
 overall = 0.0730

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.2453

F(6,234) = 2.61
 Prob > F = 0.0180

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yas	-.0494794	.0184934	-2.68	0.008	-.0859143	-.0130446
yabp	.1753287	.5711259	0.31	0.759	-.949877	1.300534
ortak	.0442528	.0785082	0.56	0.574	-.1104204	.198926
kury	.5845961	.3013165	1.94	0.054	-.0090437	1.178236
ebop	.5914789	.6211509	0.95	0.342	-.6322838	1.815241
hao	.6242264	.4896499	1.27	0.204	-.340459	1.588912
_cons	2.305887	.6812453	3.38	0.001	.9637294	3.648045
sigma_u	1.2466649					
sigma_e	.7153909					
rho	.75227749	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 24.23

Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =       30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0622                          min =           9
  between = 0.0808                          avg =          9.0
  overall = 0.0740                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)    =      17.07
                                           Prob > chi2     =      0.0090

```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yas	-.0397449	.0123178	-3.23	0.001	-.0638874	-.0156025
yabp	.2743697	.5488417	0.50	0.617	-.8013402	1.35008
ortak	.0267712	.0757436	0.35	0.724	-.1216836	.1752259
kury	.5006101	.293204	1.71	0.088	-.0740591	1.075279
ebop	.6444606	.5617497	1.15	0.251	-.4565485	1.74547
hao	.6422362	.4624552	1.39	0.165	-.2641594	1.548632
_cons	2.030742	.5833796	3.48	0.000	.8873392	3.174145
sigma_u	1.2464335					
sigma_e	.7153909					
rho	.7522083	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yas	-.0494794	-.0397449	-.0097345	.0137941
yabp	.1753287	.2743697	-.0990411	.1579796
ortak	.0442528	.0267712	.0174816	.0206505
kury	.5845961	.5006101	.083986	.0694482
ebop	.5914789	.6444606	-.0529817	.2650768
hao	.6242264	.6422362	-.0180098	.1609104

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =          3.66
Prob>chi2 =          0.7228

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{tobin}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.5117841	.7153909
u	1.553596	1.246433

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 508.63
Prob > chibar2 = 0.0000



EK 18:

MODEL IVD

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =      270
Number of groups =       30

R-sq:
  within = 0.1059
  between = 0.0002
  overall = 0.0012

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.4975

F(7,233) = 3.94
Prob > F = 0.0004

```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
valog	-.4308472	.1285704	-3.35	0.001	-.6841563 -.1775381
yas	.0040907	.0241502	0.17	0.866	-.04349 .0516715
yabp	.1918316	.5590587	0.34	0.732	-.9096246 1.293288
ortak	.0372317	.076875	0.48	0.629	-.1142273 .1886906
kury	.5444745	.2951816	1.84	0.066	-.0370915 1.126041
ebop	1.074099	.6248278	1.72	0.087	-.1569347 2.305134
hao	.194699	.496129	0.39	0.695	-.7827731 1.172171
_cons	9.288681	2.187852	4.25	0.000	4.978179 13.59918
sigma_u	1.4719431				
sigma_e	.7002485				
rho	.81544805	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(29, 233) = 25.51 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                    Number of groups =       30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.0976                          min =           9
  between = 0.0384                          avg =          9.0
  overall = 0.0444                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(7)    =      24.14
                                              Prob > chi2     =      0.0011

```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	-.2321969	.0897549	-2.59	0.010	-.4081133	-.0562805
yas	-.0245431	.013773	-1.78	0.075	-.0515376	.0024513
yabp	.3501589	.5432274	0.64	0.519	-.7145473	1.414865
ortak	.0398215	.0749293	0.53	0.595	-.1070373	.1866803
kury	.4401502	.2906158	1.51	0.130	-.1294463	1.009747
ebop	.9327623	.5684978	1.64	0.101	-.1814728	2.046998
hao	.3103829	.4750401	0.65	0.514	-.6206786	1.241444
_cons	6.198785	1.710435	3.62	0.000	2.846394	9.551175
sigma_u	1.2691718					
sigma_e	.7002485					
rho	.76662821	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	-.4308472	-.2321969	-.1986503	.0920566
yas	.0040907	-.0245431	.0286339	.0198378
yabp	.1918316	.3501589	-.1583273	.1321009
ortak	.0372317	.0398215	-.0025899	.0171859
kury	.5444745	.4401502	.1043243	.0517166
ebop	1.074099	.9327623	.1413371	.2592682
hao	.194699	.3103829	-.1156839	.1431114

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         =          9.90
Prob>chi2 =          0.1944

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{tobin}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.490348	.7002485
u	1.610797	1.269172

Test: $\text{Var}(u) = 0$

chibar2(01) = 506.76
Prob > chibar2 = 0.0000



EK 19:

MODEL VA

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:
  within = 0.1213
  between = 0.0262
  overall = 0.0564

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.5117
F(5,235) = 6.49
Prob > F = 0.0000
  
```

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yabp	-64.92183	11.81043	-5.50	0.000	-88.18967	-41.65399
ortak	.2675515	1.59568	0.17	0.867	-2.876113	3.411216
kury	8.627622	6.247064	1.38	0.169	-3.679782	20.93503
ebop	-19.62744	12.74539	-1.54	0.125	-44.73727	5.482387
hao	-3.469622	9.991464	-0.35	0.729	-23.15391	16.21466
_cons	9.775508	9.466711	1.03	0.303	-8.874956	28.42597
sigma_u	10.058102					
sigma_e	14.842789					
rho	.31469257	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 235) = 2.95 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:
  within = 0.1172
  between = 0.0313
  overall = 0.0636

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(5) = 24.94
Prob > chi2 = 0.0001
  
```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yabp	-44.22891	9.364975	-4.72	0.000	-62.58392	-25.87389
ortak	-.3806691	1.419052	-0.27	0.789	-3.161959	2.400621
kury	5.302127	5.222547	1.02	0.310	-4.933878	15.53813
ebop	-6.189121	7.858983	-0.79	0.431	-21.59245	9.214202
hao	.255787	7.70079	0.03	0.974	-14.83748	15.34906
_cons	2.349646	6.983906	0.34	0.737	-11.33856	16.03785
sigma_u	6.8819987					
sigma_e	14.842789					
rho	.17694121	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yabp	-64.92183	-44.22891	-20.69292	7.196071
ortak	.2675515	-.3806691	.6482206	.7297168
kury	8.627622	5.302127	3.325495	3.427946
ebop	-19.62744	-6.189121	-13.43832	10.03401
hao	-3.469622	.255787	-3.725409	6.366096

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 9.11
 Prob>chi2 = 0.1049

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	220.3084	14.84279
u	47.36191	6.881999

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 22.28
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 20:

MODEL VB

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.1321
 between = 0.0010
 overall = 0.0267

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.6935

F(6,234) = 5.94
 Prob > F = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	-3.480353	2.034396	-1.71	0.088	-7.488426	.5277193
yabp	-63.70268	11.78388	-5.41	0.000	-86.91873	-40.48663
ortak	.5798025	1.599626	0.36	0.717	-2.571706	3.731311
kury	8.033357	6.231302	1.29	0.199	-4.243265	20.30998
ebop	-13.57627	13.17708	-1.03	0.304	-39.53713	12.3846
hao	-9.012501	10.46495	-0.86	0.390	-29.63007	11.60507
_cons	78.01919	40.98999	1.90	0.058	-2.737391	158.7758
sigma_u	12.852438					
sigma_e	14.782315					
rho	.43050376	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 2.96

Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                    Number of groups =        30

R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.1113                          min =          9
  between = 0.0467                         avg =         9.0
  overall = 0.0703                         max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(6)    =       25.40
                                              Prob > chi2     =       0.0003

```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.615894	.8941051	0.69	0.491	-1.13652	2.368308
yabp	-45.5366	9.550375	-4.77	0.000	-64.25499	-26.81821
ortak	-.4617717	1.425996	-0.32	0.746	-3.256673	2.33313
kury	5.916537	5.303018	1.12	0.265	-4.477188	16.31026
ebop	-7.051402	7.971539	-0.88	0.376	-22.67533	8.572527
hao	1.510321	7.92763	0.19	0.849	-14.02755	17.04819
_cons	-9.961943	19.20561	-0.52	0.604	-47.60425	27.68036
sigma_u	6.8871094					
sigma_e	14.782315					
rho	.17835094	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	-3.480353	.615894	-4.096247	1.827387
yabp	-63.70268	-45.5366	-18.16607	6.902905
ortak	.5798025	-.4617717	1.041574	.7248018
kury	8.033357	5.916537	2.11682	3.272174
ebop	-13.57627	-7.051402	-6.524863	10.49238
hao	-9.012501	1.510321	-10.52282	6.831394

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =      12.77
Prob>chi2 =      0.0468

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	218.5168	14.78232
u	47.43228	6.887109

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 18.85
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 21:

MODEL VC

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.1516
 between = 0.0007
 overall = 0.0091

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.8686

F(6,234) = 6.97
 Prob > F = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
yas	-1.093948	.3778079	-2.90	0.004	-1.838288 - .3496086	
yabp	-62.17684	11.66772	-5.33	0.000	-85.16403 -39.18964	
ortak	1.200294	1.603869	0.75	0.455	-1.959575 4.360163	
kury	7.944649	6.155694	1.29	0.198	-4.183013 20.07231	
ebop	-14.18571	12.68969	-1.12	0.265	-39.18635 10.81494	
hao	-8.710596	10.00322	-0.87	0.385	-28.41847 10.99728	
_cons	39.69965	13.91738	2.85	0.005	12.28027 67.11904	
sigma_u	19.697291					
sigma_e	14.614955					
rho	.64494025	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 234) = 3.32

Prob > F = 0.0000


```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       270
Group variable: sirketid               Number of groups =       30

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1183                       min =          9
  between = 0.0297                      avg =         9.0
  overall = 0.0629                      max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(6)    =      25.23
                                           Prob > chi2     =      0.0003

```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
yas	-.010983	.1120666	-0.10	0.922	-.2306296	.2086636
yabp	-44.89175	9.468318	-4.74	0.000	-63.44931	-26.33419
ortak	-.3620491	1.425658	-0.25	0.800	-3.156288	2.43219
kury	5.491081	5.288658	1.04	0.299	-4.874497	15.85666
ebop	-6.327477	8.005304	-0.79	0.429	-22.01758	9.362632
hao	.254865	7.778875	0.03	0.974	-14.99145	15.50118
_cons	2.703892	7.569743	0.36	0.721	-12.13253	17.54032
sigma_u	7.0892966					
sigma_e	14.614955					
rho	.19047629	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
yas	-1.093948	-.010983	-1.082965	.3608044
yabp	-62.17684	-44.89175	-17.28509	6.818106
ortak	1.200294	-.3620491	1.562343	.7347752
kury	7.944649	5.491081	2.453567	3.150026
ebop	-14.18571	-6.327477	-7.858231	9.845986
hao	-8.710596	.254865	-8.965461	6.289154

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         =      18.43
Prob>chi2 =      0.0053

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	213.5969	14.61495
u	50.25813	7.089297

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 21.24
Prob > chibar2 = 0.0000



EK 22:

MODEL VD

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:
 within = 0.1519
 between = 0.0006
 overall = 0.0085

Obs per group:
 min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.8789

F(7,233) = 5.96
 Prob > F = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
valog	.6670018	2.688803	0.25	0.804	-4.630471	5.964475
yas	-1.176881	.5050559	-2.33	0.021	-2.171941	-.181821
yabp	-62.20239	11.69164	-5.32	0.000	-85.23722	-39.16755
ortak	1.211163	1.607692	0.75	0.452	-1.956308	4.378635
kury	8.006761	6.173155	1.30	0.196	-4.155573	20.1691
ebop	-14.93286	13.06707	-1.14	0.254	-40.67757	10.81185
hao	-8.045638	10.37558	-0.78	0.439	-28.48759	12.39631
_cons	28.88947	45.75472	0.63	0.528	-61.25637	119.0353
sigma_u	20.480023					
sigma_e	14.64435					
rho	.66168018	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 233) = 3.20

Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq:

within = 0.1136
 between = 0.0422
 overall = 0.0689

Obs per group:

min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(7) = 25.66
 Prob > chi2 = 0.0006

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
valog	.6311643	.938104	0.67	0.501	-1.207486	2.469814
yas	-.0289701	.1153789	-0.25	0.802	-.2551086	.1971685
yabp	-46.06537	9.630021	-4.78	0.000	-64.93987	-27.19088
ortak	-.4510876	1.433658	-0.31	0.753	-3.261005	2.35883
kury	6.177386	5.390549	1.15	0.252	-4.387896	16.74267
ebop	-7.095091	8.098609	-0.88	0.381	-22.96807	8.777891
hao	1.565279	8.030951	0.19	0.845	-14.1751	17.30565
_cons	-9.470095	19.63775	-0.48	0.630	-47.95939	29.0192
sigma_u	7.1237126					
sigma_e	14.64435					
rho	.19135168	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	214.457	14.64435
u	50.74728	7.123713

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 18.49
 Prob > chibar2 = 0.0000

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
valog	.6670018	.6311643	.0358375	2.519846
yas	-1.176881	-.0289701	-1.147911	.4917003
yabp	-62.20239	-46.06537	-16.13702	6.630014
ortak	1.211163	-.4510876	1.662251	.72753
kury	8.006761	6.177386	1.829376	3.008292
ebop	-14.93286	-7.095091	-7.837769	10.2548
hao	-8.045638	1.565279	-9.610917	6.569364

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 18.58
 Prob>chi2 = 0.0096

EK 23:

MODEL VI-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:
  within = 0.0044
  between = 0.1439
  overall = 0.0166

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.3133
F(1,239) = 1.05
Prob > F = 0.3058
  
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	-1.048785	1.02203	-1.03	0.306	-3.062122	.9645521
_cons	3.266831	.6035833	5.41	0.000	2.077809	4.455853
sigma_u	2.7826476					
sigma_e	3.5249483					
rho	.38392399	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 239) = 5.06 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:
  within = 0.0044
  between = 0.1439
  overall = 0.0166

Obs per group:
  min = 9
  avg = 9.0
  max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(1) = 0.00
Prob > chi2 = 0.9752
  
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	-.029125	.9377182	-0.03	0.975	-1.867019	1.808769
_cons	2.703964	.697022	3.88	0.000	1.337826	4.070103
sigma_u	2.2454933					
sigma_e	3.5249483					
rho	.28866409	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-1.048785	-.029125	-1.01966	.4064843

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 6.29
 Prob>chi2 = 0.0121

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	18.11636	4.256332
e	12.42526	3.524948
u	5.04224	2.245493

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 84.22
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 24:

MODEL VI-B

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    270
Group variable: sirketid              Number of groups =    30

R-sq:                                Obs per group:
  within = 0.0182                       min =    9
  between = 0.1598                       avg  =   9.0
  overall = 0.0133                       max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.4033                F(2,238)       =    2.20
                                         Prob > F       =    0.1130
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
bdk	-22.52225	12.3276	-1.83	0.069	-46.80739	1.762885
tbtv	.118945	1.201229	0.10	0.921	-2.247454	2.485344
_cons	3.311901	.601159	5.51	0.000	2.127629	4.496173
sigma_u	2.9328075					
sigma_e	3.5078335					
rho	.41142516	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 238) = 5.14 Prob > F = 0.0000

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =    270
Group variable: sirketid          Number of groups =    30

R-sq:                                Obs per group:
  within = 0.0133                       min =    9
  between = 0.0478                       avg  =   9.0
  overall = 0.0030                       max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Wald chi2(2)    =    0.58
                                         Prob > chi2     =    0.7492
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
bdk	-8.002595	10.57655	-0.76	0.449	-28.73224	12.72706
tbtv	.4333231	1.053583	0.41	0.681	-1.631662	2.498308
_cons	2.693741	.6842602	3.94	0.000	1.352616	4.034866
sigma_u	2.0813639					
sigma_e	3.5078335					
rho	.26038848	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E.
bdk	-22.52225	-8.002595	-14.51966	6.332952
tbtv	.118945	.4333231	-.3143781	.5769865

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(2) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
= 17.25
Prob>chi2 = 0.0002

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	18.11636	4.256332
e	12.3049	3.507834
u	4.332076	2.081364

Test: Var(u) = 0

$\chi^2(01) = 72.06$
Prob > $\chi^2 = 0.0000$

EK 25:

MODEL VII-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.4494                               min =          9
  between = 0.0155                              avg =         9.0
  overall = 0.2047                              max =          9

corr(u_i, Xb) = -0.4858                        F(1,239)        =    195.04
                                                Prob > F        =     0.0000
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.3929662	.0281377	-13.97	0.000	-.4483958	-.3375366
_cons	.2397895	.0166174	14.43	0.000	.2070543	.2725248
sigma_u	.10571858					
sigma_e	.09704606					
rho	.54269322	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 239) = 8.16 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.4494                               min =          9
  between = 0.0155                              avg =         9.0
  overall = 0.2047                              max =          9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(1)    =    160.88
                                                Prob > chi2     =     0.0000
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.3428405	.0270294	-12.68	0.000	-.3958172	-.2898638
_cons	.2121195	.0209655	10.12	0.000	.1710278	.2532112
sigma_u	.07062993					
sigma_e	.09704606					
rho	.34627275	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.3929662	-.3428405	-.0501257	.0078193

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 41.09
 Prob>chi2 = 0.0000

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.020939	.1447032
e	.0094179	.0970461
u	.0049886	.0706299

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 130.10
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 26:

MODEL VII-B

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.5675                               min =           9
  between = 0.0498                              avg =          9.0
  overall = 0.1563                              max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.5452                        F(2,238)        =      156.11
                                                Prob > F        =       0.0000
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.2663707	.0295162	-9.02	0.000	-.324517	-.2082244
bdvk	-2.441675	.3029092	-8.06	0.000	-3.0384	-1.844949
_cons	.2446756	.0147715	16.56	0.000	.2155761	.2737751
sigma_u	.12754906					
sigma_e	.0861932					
rho	.68650275	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 238) = 12.56 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.5620                               min =           9
  between = 0.0229                              avg =          9.0
  overall = 0.1763                              max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(2)    =      211.20
                                                Prob > chi2     =       0.0000
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.263165	.0290746	-9.05	0.000	-.3201502	-.2061797
bdvk	-1.670688	.2932875	-5.70	0.000	-2.245521	-1.095855
_cons	.219297	.019797	11.08	0.000	.1804957	.2580983
sigma_u	.06194284					
sigma_e	.0861932					
rho	.34056923	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roa}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.020939	.1447032
e	.0074293	.0861932
u	.0038369	.0619428

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$\text{chibar2}(01) = 144.02$
 $\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$

```
. hausman fixed random
```

	—— Coefficients ——			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.2663707	-.263165	-.0032057	.0050861
bdvk	-2.441675	-1.670688	-.7709867	.0757389

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         = -55.01  chi2<0 ==> model fitted on these
                   data fails to meet the asymptotic
                   assumptions of the Hausman test;
                   see suest for a generalized test
```

EK 27:

MODEL VIII-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:  within = 0.0089
       between = 0.0729
       overall = 0.0114

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.1096

F(1,239) = 2.16
Prob > F = 0.1433
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.6282035	.4278243	-1.47	0.143	-1.470992	.2145845
_cons	.3386082	.2526627	1.34	0.181	-.1591221	.8363384
sigma_u	.30532799					
sigma_e	1.4755221					
rho	.0410613	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 239) = 0.38 Prob > F = 0.9986

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   270
Number of groups =   30

R-sq:  within = 0.0089
       between = 0.0729
       overall = 0.0114

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(1) = 3.08
Prob > chi2 = 0.0792
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.5165522	.294245	-1.76	0.079	-1.093262	.0601574
_cons	.2769746	.1841368	1.50	0.133	-.0839268	.637876
sigma_u	0					
sigma_e	1.4755221					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.6282035	-.5165522	-.1116513	.3105697

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 0.13
 Prob>chi2 = 0.7192

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046996	1.430733
e	2.177165	1.475522
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 01/26/19 Time: 13:45

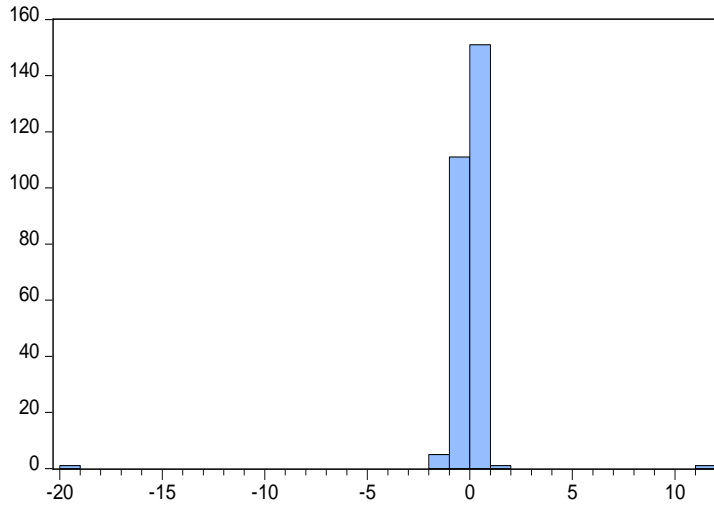
Sample: 1 270

Included observations: 270

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TBTV	-0.516552	0.314131	-1.644387	0.0913
C	0.276975	0.129403	2.140408	0.0332

R-squared	0.011369	Mean dependent var	-0.008172
Adjusted R-squared	0.007680	S.D. dependent var	1.430733
S.E. of regression	1.425228	Akaike info criterion	3.553921
Sum squared resid	544.3818	Schwarz criterion	3.580576
Log likelihood	-477.7793	Hannan-Quinn criter.	3.564624
F-statistic	3.081841	Durbin-Watson stat	2.781488
Prob(F-statistic)	0.080313	Wald F-statistic	2.704009
Prob(Wald F-statistic)	0.101269		



Series: Standardized Residuals	
Sample 2006 2014	
Observations 270	
Mean	-1.35e-16
Median	0.045289
Maximum	11.12746
Minimum	-19.61086
Std. Dev.	1.422577
Skewness	-7.983808
Kurtosis	148.7574
Jarque-Bera	241877.1
Probability	0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	13.44754	Prob. F(5,263)	0.0000
Obs*R-squared	54.97306	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.149079	Prob. F(2,267)	0.1186
Obs*R-squared	4.277591	Prob. Chi-Square(2)	0.1178
Scaled explained SS	311.3584	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

EK 28:

MODEL VIII-B

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs    =    270
Group variable: sirketid                       Number of groups =    30

R-sq:  within = 0.0096                         Obs per group:  min =    9
        between = 0.1321                        avg =    9.0
        overall = 0.0150                       max =    9

corr(u_i, Xb) = -0.1016                        F(2,238)         =    1.16
                                                Prob > F         =    0.3158
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.7386589	.5061934	-1.46	0.146	-1.735851	.2585329
bdkv	2.129833	5.194025	0.41	0.682	-8.1023	12.36197
_cons	.334361	.2533154	1.32	0.188	-.1646657	.8333877
sigma_u	.2945766					
sigma_e	1.4780966					
rho	.03820104	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 238) = 0.34 Prob > F = 0.9995

```

Random-effects GLS regression                Number of obs    =    270
Group variable: sirketid                   Number of groups =    30

R-sq:  within = 0.0089                         Obs per group:  min =    9
        between = 0.1713                        avg =    9.0
        overall = 0.0162                       max =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(2)     =    4.39
                                                Prob > chi2     =    0.1111
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.6424089	.3139813	-2.05	0.041	-1.257801	-.0270169
bdkv	3.486713	3.047891	1.14	0.253	-2.487044	9.46047
_cons	.2396783	.1868964	1.28	0.200	-.1266318	.6059884
sigma_u	0					
sigma_e	1.4780966					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
tbtv	-.7386589	-.6424089	-.09625	.3970485
bdvk	2.129833	3.486713	-1.35688	4.20574

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 0.44
 Prob>chi2 = 0.8018

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	2.046996	1.430733
e	2.18477	1.478097
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 01/26/19 Time: 13:52

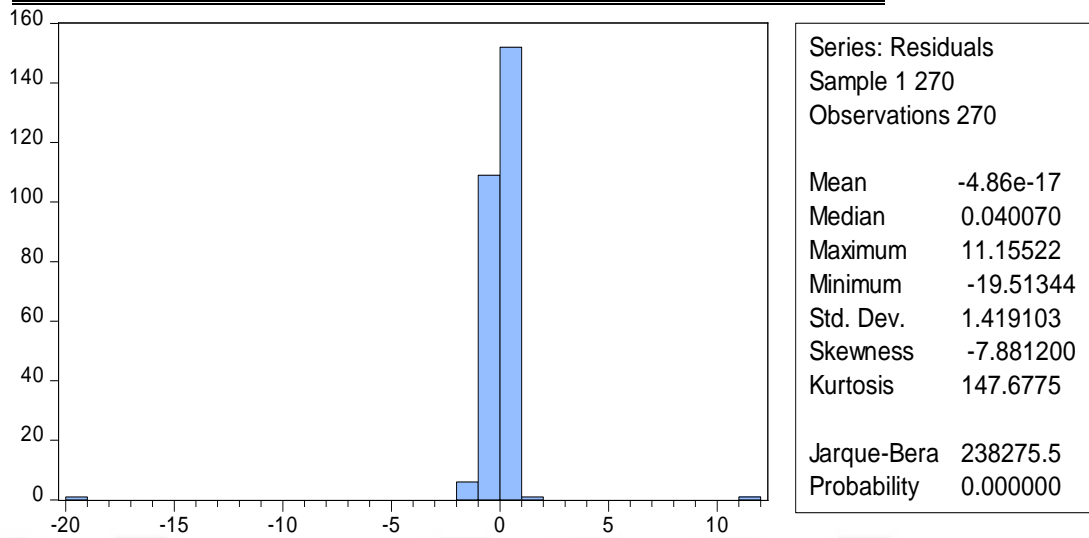
Sample: 1 270

Included observations: 270

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TBTV	-0.642409	0.376774	-1.705025	0.0894
BDVK	3.486713	2.440718	1.428561	0.1543
C	0.239678	0.106034	2.260385	0.0246
R-squared	0.016191	Mean dependent var		-0.008172
Adjusted R-squared	0.008821	S.D. dependent var		1.430733
S.E. of regression	1.424408	Akaike info criterion		3.556439
Sum squared resid	541.7266	Schwarz criterion		3.596421
Log likelihood	-477.1192	Hannan-Quinn criter.		3.572494
F-statistic	2.197035	Durbin-Watson stat		2.783135

Prob(F-statistic) 0.113137 Wald F-statistic 1.466060
 Prob(Wald F-statistic) 0.232685



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	13.26279	Prob. F(5,262)	0.0000
Obs*R-squared	54.53549	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.361319	Prob. F(5,264)	0.0405
Obs*R-squared	11.55803	Prob. Chi-Square(5)	0.0414
Scaled explained SS	828.9198	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

EK 29:

MODEL IX-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                        Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1263                          Obs per group:  min =         9
        between = 0.0201                          avg =           9.0
        overall = 0.0013                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.2261                          F(1,239)        =       34.54
                                                Prob > F         =       0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-1.16465	.1981777	-5.88	0.000	-1.555048	-.7742522
_cons	2.251133	.1170389	19.23	0.000	2.020574	2.481693
sigma_u	1.3147736					
sigma_e	.68349435					
rho	.78724575	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 239) = 31.60 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                    Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1263                          Obs per group:  min =         9
        between = 0.0201                          avg =           9.0
        overall = 0.0013                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(1)    =       31.72
                                                Prob > chi2     =       0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-1.103311	.1959106	-5.63	0.000	-1.487289	-.7193333
_cons	2.217273	.2561482	8.66	0.000	1.715232	2.719314
sigma_u	1.2460972					
sigma_e	.68349435					
rho	.76872159	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-1.16465	-1.103311	-.0613391	.02989

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 4.21
 Prob>chi2 = 0.0402

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.4671645	.6834944
u	1.552758	1.246097

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 596.06
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 30:

MODEL IX-B

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1571                        Obs per group:  min =         9
        between = 0.1492                       avg =           9.0
        overall = 0.0072                       max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.3616                       F(2,238)        =       22.18
                                                Prob > F        =       0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.8030187	.2303894	-3.49	0.001	-1.256881	-.3491559
bdkv	-6.973087	2.364013	-2.95	0.003	-11.63015	-2.316024
_cons	2.265039	.1152942	19.65	0.000	2.037911	2.492166
sigma_u	1.3748648					
sigma_e	.67274233					
rho	.80682286	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 238) = 31.03 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1562                        Obs per group:  min =         9
        between = 0.1262                       avg =           9.0
        overall = 0.0044                       max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Wald chi2(2)    =       36.58
                                                Prob > chi2     =       0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.8183701	.2288485	-3.58	0.000	-1.266905	-.3698354
bdkv	-5.419679	2.338351	-2.32	0.020	-10.00276	-.8365946
_cons	2.225944	.2407477	9.25	0.000	1.754087	2.697801
sigma_u	1.1309963					
sigma_e	.67274233					
rho	.73865385	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.8030187	-.8183701	.0153515	.0266015
bdvk	-6.973087	-5.419679	-1.553409	.3473805

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = -16.34 chi2<0 ==> model fitted on these
 data fails to meet the asymptotic
 assumptions of the Hausman test;
 see suest for a generalized test

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	2.009131	1.417438
e	.4525822	.6727423
u	1.279153	1.130996

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 491.71
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 31:

MODEL X-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                       Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1404                          Obs per group:  min =         9
        between = 0.2749                          avg =          9.0
        overall = 0.1667                          max =         9

corr(u_i, Xb) = -0.1386                          F(1,239)        =       39.03
                                                Prob > F        =       0.0000
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-26.36786	4.220785	-6.25	0.000	-34.68255	-18.05317
_cons	11.91181	2.492694	4.78	0.000	7.001357	16.82227
sigma_u	6.929133					
sigma_e	14.557053					
rho	.18472131	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 239) = 2.00 Prob > F = 0.0026

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       270
Group variable: sirketid                   Number of groups =        30

R-sq:  within = 0.1404                          Obs per group:  min =         9
        between = 0.2749                          avg =          9.0
        overall = 0.1667                          max =         9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Wald chi2(1)    =       48.92
                                                Prob > chi2     =       0.0000
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-24.26335	3.469044	-6.99	0.000	-31.06255	-17.46415
_cons	10.75008	2.293198	4.69	0.000	6.255498	15.24467
sigma_u	4.9238894					
sigma_e	14.557053					
rho	.1026654	(fraction of variance due to u_i)				

.

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-26.36786	-24.26335	-2.104511	2.40432

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 0.77
 Prob>chi2 = 0.3814

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	211.9078	14.55705
u	24.24469	4.923889

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 9.24
 Prob > chibar2 = 0.0012

EK 32:

MODEL X-B

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq: within = 0.1411
 between = 0.2510
 overall = 0.1616

Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.1397

F(2,238) = 19.55
 Prob > F = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-25.15559	4.993531	-5.04	0.000	-34.99275	-15.31842
bdkv	-23.37545	51.23837	-0.46	0.649	-124.3141	77.56319
_cons	11.95843	2.498923	4.79	0.000	7.035594	16.88126
sigma_u	7.0490127					
sigma_e	14.581228					
rho	.18943358	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(29, 238) = 1.96 Prob > F = 0.0033

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 270
 Number of groups = 30

R-sq: within = 0.1388
 between = 0.2895
 overall = 0.1688

Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(2) = 49.12
 Prob > chi2 = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-24.87417	3.79102	-6.56	0.000	-32.30443	-17.44391
bdkv	15.95765	37.45117	0.43	0.670	-57.44529	89.3606
_cons	10.5986	2.299455	4.61	0.000	6.091757	15.10545
sigma_u	4.769961					
sigma_e	14.581228					
rho	.09666922	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
tbtv	-25.15559	-24.87417	-.2814168	3.250158
bdkv	-23.37545	15.95765	-39.3331	34.96827

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 2.68
 Prob>chi2 = 0.2623

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	280.7655	16.75606
e	212.6122	14.58123
u	22.75253	4.769961

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 7.79
 Prob > chibar2 = 0.0026

EK 33: Smaı Endeksi Serilerinin Özet Betimsel İstatistikleri

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
yabp	overall	.0721957	.1527347	0	.979015	N = 1008
	between		.1352517	.0000399	.8306386	n = 112
	within		.0719736	-.7584429	.6070045	T = 9
zskor	overall	.5450595	16.13583	-486.05	16.59	N = 1008
	between		6.430535	-57.71444	11.32	n = 112
	within		14.81019	-427.7905	65.3795	T = 9
tobin	overall	1.43291	1.223184	.2519	13.4892	N = 1008
	between		.9957468	.6593333	7.178322	n = 112
	within		.7159222	-2.918401	8.970399	T = 9
roe	overall	.074098	.2711024	-4.3194	1.4901	N = 1008
	between		.1541255	-.7501222	.3729778	n = 112
	within		.2234515	-3.49518	1.50762	T = 9
roa	overall	.0548505	.0998294	-.5167	.7037	N = 1008
	between		.0693579	-.1298889	.2687778	n = 112
	within		.0720666	-.4048606	.6037727	T = 9
pddd	overall	2.019899	3.906266	0	74.597	N = 1008
	between		2.663001	.4816444	25.9419	n = 112
	within		2.867696	-17.2383	50.675	T = 9
yas	overall	39.80952	11.71583	9	79	N = 1008
	between		11.4714	13	75	n = 112
	within		2.590947	35.47619	44.47619	T = 9
valog	overall	19.69193	1.395339	16.2972	23.8309	N = 1008
	between		1.350706	17.13983	23.26916	n = 112
	within		.3702132	17.67721	21.20704	T = 9
bdvk	overall	.0369908	.0202521	0	.2449	N = 1008
	between		.0159292	.0033444	.0855	n = 112
	within		.0125867	-.0155314	.1996686	T = 9
tbtv	overall	.4213227	.2146316	.02	1.3071	N = 1008
	between		.1922435	.0767444	.8352556	n = 112
	within		.0969679	.0679449	.9261783	T = 9
ortak	overall	1.352183	.8144519	0	4	N = 1008
	between		.6440765	0	3.333333	n = 112
	within		.5017898	-1.981151	2.907738	T = 9
kury	overall	.2476514	.2140278	0	.9822	N = 1008
	between		.1901502	.0084556	.8321111	n = 112
	within		.0996899	-.5844597	.8749292	T = 9
hao	overall	.3481349	.2065593	.005	1	N = 1008
	between		.1739638	.02	.8422222	n = 112
	within		.1124444	-.0329762	.7814683	T = 9
ebuop	overall	.6183926	.2400907	.0026	.9949	N = 1008
	between		.1786159	.1422111	.9766889	n = 112
	within		.1612247	-.2457408	.9689592	T = 9
ebop	overall	.5071125	.2177803	0	.9946	N = 1008
	between		.2099432	0	.9568111	n = 112
	within		.0608465	.1767347	.8844792	T = 9
ebbop	overall	.6619325	.229772	.0036	.9951	N = 1008
	between		.1587521	.2051667	.9847222	n = 112
	within		.1667128	-.2031341	1.045733	T = 9

EK 34:

MODEL I-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =       112

R-sq:  within = 0.0330
       between = 0.0338
       overall = 0.0293

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, Xb) = -0.1890

F(5,891)          =      6.08
Prob > F          =     0.0000
    
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.1731219	.1920264	0.90	0.368	-.2037549	.5499986
kury	1.598643	1.128638	1.42	0.157	-.6164568	3.813743
hao	.5528636	.8698956	0.64	0.525	-1.15442	2.260147
ebop	1.157585	1.622575	0.71	0.476	-2.02693	4.3421
yabp	5.705519	1.527468	3.74	0.000	2.707665	8.703374
_cons	.1984893	1.018724	0.19	0.846	-1.80089	2.197868
sigma_u	2.6779709					
sigma_e	2.9979168					
rho	.44380922	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 891) = 6.52 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =       112

R-sq:  within = 0.0302
       between = 0.0670
       overall = 0.0454

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(5)      =     34.12
Prob > chi2      =     0.0000
    
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.1279224	.1734247	0.74	0.461	-.2119837	.4678286
kury	.0686572	.926831	0.07	0.941	-1.747898	1.885213
hao	.0326793	.7712457	0.04	0.966	-1.478934	1.544293
ebop	1.999462	1.025874	1.95	0.051	-.0112146	4.010138
yabp	5.445285	1.258018	4.33	0.000	2.979615	7.910955
_cons	.4114662	.7802507	0.53	0.598	-1.117797	1.940729
sigma_u	2.37451					
sigma_e	2.9979168					
rho	.38550345	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	.1731219	.1279224	.0451994	.08245
kury	1.598643	.0686572	1.529986	.6440567
hao	.5528636	.0326793	.5201844	.4023661
ebop	1.157585	1.999462	-.8418766	1.257113
yabp	5.705519	5.445285	.2602342	.8663424

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 8.83
 Prob>chi2 = 0.1160

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.987505	2.997917
u	5.638298	2.37451

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 548.10
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 35:

MODEL I-B

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0352
       between = 0.0058
       overall = 0.0108

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.3190

F(6,890) = 5.42
Prob > F = 0.0000
    
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0999504	.198615	0.50	0.615	-.289858	.4897588
kury	1.726583	1.131518	1.53	0.127	-.4941708	3.947337
hao	1.025611	.9300925	1.10	0.270	-.7998188	2.851042
ebop	1.174122	1.621665	0.72	0.469	-2.008611	4.356855
yabp	5.520617	1.532036	3.60	0.000	2.513793	8.527442
valog	.4058206	.2837247	1.43	0.153	-.1510268	.9626681
_cons	-7.885262	5.742633	-1.37	0.170	-19.15594	3.385418
sigma_u	2.834721					
sigma_e	2.9961589					
rho	.47233449	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 6.31 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0274
       between = 0.0903
       overall = 0.0557

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 35.48
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.1633814	.1763308	0.93	0.354	-.1822206	.5089834
kury	-.0080155	.9241551	-0.01	0.993	-1.819326	1.803295
hao	-.1765122	.7904424	-0.22	0.823	-1.725751	1.372726
ebop	2.02113	1.01801	1.99	0.047	.0258673	4.016394
yabp	5.514546	1.255135	4.39	0.000	3.054526	7.974565
valog	-.1715953	.154581	-1.11	0.267	-.4745686	.1313779
_cons	3.818389	3.159153	1.21	0.227	-2.373438	10.01021
sigma_u	2.3258256					
sigma_e	2.9961589					
rho	.37601154	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	.0999504	.1633814	-.063431	.0914078
kury	1.726583	-.0080155	1.734599	.6528933
hao	1.025611	-.1765122	1.202124	.4901764
ebop	1.174122	2.02113	-.8470084	1.262321
yabp	5.520617	5.514546	.0060715	.8785046
valog	.4058206	-.1715953	.577416	.2379168

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 14.73
 Prob>chi2 = 0.0225

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.976968	2.996159
u	5.409465	2.325826

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 508.30
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 36:

MODEL I-C

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                        Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0355                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.0238                          avg   =   9.0
        overall = 0.0229                          max   =    9

corr(u_i, Xb) = -0.2754                          F(6,890)       =   5.46
                                                Prob > F       =   0.0000
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0730255	.202991	0.36	0.719	-.3253713	.4714224
kury	1.71934	1.130648	1.52	0.129	-.499707	3.938387
hao	1.171214	.9606997	1.22	0.223	-.7142871	3.056715
ebop	.9367767	1.627972	0.58	0.565	-2.258336	4.131889
yabp	5.568822	1.529044	3.64	0.000	2.56787	8.569773
yas	.0648354	.042889	1.51	0.131	-.01934	.1490108
_cons	-2.370546	1.981003	-1.20	0.232	-6.258529	1.517436
sigma_u	2.7586203					
sigma_e	2.995757					
rho	.45886009	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 6.55 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                    Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0315                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.0639                          avg   =   9.0
        overall = 0.0443                          max   =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(6)   =   34.56
                                                Prob > chi2    =   0.0000
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.1058295	.1765079	0.60	0.549	-.2401197	.4517787
kury	.1323941	.9312849	0.14	0.887	-1.692891	1.957679
hao	.1749406	.7972963	0.22	0.826	-1.387731	1.737613
ebop	1.895337	1.038476	1.83	0.068	-.1400378	3.930712
yabp	5.429757	1.259917	4.31	0.000	2.960364	7.89915
yas	.013892	.0199732	0.70	0.487	-.0252548	.0530388
_cons	-.1230812	1.094025	-0.11	0.910	-2.267331	2.021168
sigma_u	2.3868309					
sigma_e	2.995757					
rho	.38830068	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	.0730255	.1058295	-.0328039	.1002512
kury	1.71934	.1323941	1.586946	.6411499
hao	1.171214	.1749406	.9962733	.5359689
ebop	.9367767	1.895337	-.9585604	1.253739
yabp	5.568822	5.429757	.1390642	.8663617
yas	.0648354	.013892	.0509434	.0379544

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.70
 Prob>chi2 = 0.0981

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.97456	2.995757
u	5.696962	2.386831

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 547.55
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 37:

MODEL I-D

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0358                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0138                          avg =           9.0
        overall = 0.0170                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.2845                          F(7,889)        =    4.72
                                                Prob > F         =    0.0000
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0690519	.2032092	0.34	0.734	-.3297739	.4678777
kury	1.744629	1.132096	1.54	0.124	-.4772636	3.966521
hao	1.206461	.9633552	1.25	0.211	-.6842551	3.097176
ebop	1.019865	1.63606	0.62	0.533	-2.191125	4.230855
yabp	5.519533	1.532447	3.60	0.000	2.511897	8.527169
yas	.0429449	.059374	0.72	0.470	-.0735846	.1594744
valog	.2094753	.3927251	0.53	0.594	-.5613012	.9802519
_cons	-5.675805	6.505902	-0.87	0.383	-18.44452	7.092912
sigma_u	2.7846952					
sigma_e	2.9969619					
rho	.4633356	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(111, 889) =    6.31      Prob > F = 0.0000
  
```

```
. estimates store fixed
```

```
. xtreg pddd ortak kury hao ebop yabp yas valog, re sa
```

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0291                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0889                          avg =           9.0
        overall = 0.0556                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(7)    =   36.42
                                                Prob > chi2     =   0.0000
  
```

pddd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.139171	.1780414	0.78	0.434	-.2097838	.4881257
kury	.0710527	.9276956	0.08	0.939	-1.747197	1.889303
hao	-.0152786	.8062047	-0.02	0.985	-1.595411	1.564854
ebop	1.87072	1.030552	1.82	0.069	-.1491248	3.890566
yabp	5.508876	1.256391	4.38	0.000	3.046395	7.971357
yas	.0204644	.0204371	1.00	0.317	-.0195916	.0605203
valog	-.211934	.1605311	-1.32	0.187	-.5265692	.1027011
_cons	3.831767	3.167779	1.21	0.226	-2.376966	10.0405
sigma_u	2.3388759					
sigma_e	2.9969619					
rho	.37851472	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	.0690519	.139171	-.0701191	.0979554
kury	1.744629	.0710527	1.673576	.6488621
hao	1.206461	-.0152786	1.221739	.5273397
ebop	1.019865	1.87072	-.8508557	1.27069
yabp	5.519533	5.508876	.0106572	.8774259
yas	.0429449	.0204644	.0224805	.0557458
valog	.2094753	-.211934	.4214094	.3584171

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 14.16
 Prob>chi2 = 0.0485

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.981781	2.996962
u	5.470341	2.338876

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 509.19
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 38:

MODEL II-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0083                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0889                          avg =           9.0
        overall = 0.0444                          max =           9

corr(u_i, Xb) = 0.1248                          F(5,891)        =   1.49
                                                Prob > F         =   0.1905
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0088356	.004887	-1.81	0.071	-.018427	.0007558
kury	-.034829	.0287235	-1.21	0.226	-.0912026	.0215447
hao	-.0260377	.0221386	-1.18	0.240	-.0694876	.0174121
ebop	-.0176944	.0412941	-0.43	0.668	-.0987393	.0633506
yabp	-.0247141	.0388736	-0.64	0.525	-.1010086	.0515804
_cons	.0952453	.0259262	3.67	0.000	.0443617	.1461289
sigma_u	.06691703					
sigma_e	.07629608					
rho	.43478953	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 891) = 6.30 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0066                          Obs per group: min =    9
        between = 0.1531                          avg =           9.0
        overall = 0.0711                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(5)    =   21.26
                                                Prob > chi2     =   0.0007
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0051497	.0043982	-1.17	0.242	-.01377	.0034705
kury	-.0631415	.0234276	-2.70	0.007	-.1090587	-.0172243
hao	-.0405877	.0195494	-2.08	0.038	-.0789038	-.0022716
ebop	.0010843	.0257952	0.04	0.966	-.0494733	.0516419
yabp	-.0385278	.0317997	-1.21	0.226	-.100854	.0237984
_cons	.0938126	.0196785	4.77	0.000	.0552435	.1323817
sigma_u	.05883103					
sigma_e	.07629608					
rho	.37287467	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0088356	-.0051497	-.0036859	.0021305
kury	-.034829	-.0631415	.0283125	.0166189
hao	-.0260377	-.0405877	.01455	.0103893
ebop	-.0176944	.0010843	-.0187787	.032246
yabp	-.0247141	-.0385278	.0138137	.0223593

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.24
 Prob>chi2 = 0.0688

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.0058211	.0762961
u	.0034611	.058831

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 515.67
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 39:

MODEL II-B

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0092                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1140                          avg   =   9.0
        overall = 0.0573                          max   =    9

corr(u_i, Xb) = 0.1342                          F(6,890)       =   1.37
                                                Prob > F       =   0.2219
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0100006	.0050582	-1.98	0.048	-.0199281	-.0000732
kury	-.032792	.0288169	-1.14	0.255	-.0893491	.023765
hao	-.018511	.0236871	-0.78	0.435	-.0650002	.0279781
ebop	-.0174311	.0412997	-0.42	0.673	-.0984873	.0636252
yabp	-.027658	.0390171	-0.71	0.479	-.1042343	.0489183
valog	.0064611	.0072258	0.89	0.371	-.0077204	.0206426
_cons	-.0334571	.1462505	-0.23	0.819	-.3204931	.2535789
sigma_u	.0660411					
sigma_e	.07630466					
rho	.42826991	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 6.12 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                   Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0075                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1744                          avg   =   9.0
        overall = 0.0827                          max   =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(6)   =   25.65
                                                Prob > chi2    =   0.0003
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0067775	.0044673	-1.52	0.129	-.0155331	.0019782
kury	-.0615101	.0233651	-2.63	0.008	-.1073049	-.0157153
hao	-.0316787	.0200138	-1.58	0.113	-.070905	.0075476
ebop	.0008656	.0256514	0.03	0.973	-.0494102	.0511413
yabp	-.0421228	.0317335	-1.33	0.184	-.1043193	.0200737
valog	.0078244	.0038868	2.01	0.044	.0002064	.0154425
_cons	-.0611997	.0794466	-0.77	0.441	-.2169122	.0945129
sigma_u	.05820698					
sigma_e	.07630466					
rho	.36784856	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0100006	-.0067775	-.0032232	.0023726
kury	-.032792	-.0615101	.0287181	.0168667
hao	-.018511	-.0316787	.0131677	.01267
ebop	-.0174311	.0008656	-.0182967	.0323678
yabp	-.027658	-.0421228	.0144648	.0227007
valog	.0064611	.0078244	-.0013633	.0060913

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 9.95
 Prob>chi2 = 0.1266

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.0058224	.0763047
u	.0033881	.058207

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 494.77
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 40:

MODEL II-C

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0083                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.0907                          avg =           9.0
        overall = 0.0453                          max =           9

corr(u_i, Xb) = 0.1256                          F(6,890)        =   1.24
                                                Prob > F         =   0.2817
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0090575	.0051726	-1.75	0.080	-.0192095	.0010945
kury	-.0345614	.0288113	-1.20	0.231	-.0911074	.0219845
hao	-.0246671	.0244806	-1.01	0.314	-.0727137	.0233794
ebop	-.0181838	.0414842	-0.44	0.661	-.099602	.0632344
yabp	-.0250171	.0389632	-0.64	0.521	-.1014877	.0514534
yas	.0001437	.0010929	0.13	0.895	-.0020013	.0022887
_cons	.089551	.0504801	1.77	0.076	-.009523	.188625
sigma_u	.06685209					
sigma_e	.07633819					
rho	.43404131	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 6.29 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                   Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0067                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1519                          avg =           9.0
        overall = 0.0710                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Wald chi2(6)    =   21.29
                                                Prob > chi2     =   0.0016
    
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0055054	.0044751	-1.23	0.219	-.0142763	.0032656
kury	-.0621882	.0235413	-2.64	0.008	-.1083283	-.0160481
hao	-.0384721	.0201958	-1.90	0.057	-.078055	.0011109
ebop	-.0004885	.0261096	-0.02	0.985	-.0516625	.0506854
yabp	-.0386997	.0318477	-1.22	0.224	-.1011201	.0237207
yas	.0002047	.0004995	0.41	0.682	-.0007742	.0011836
_cons	.0859824	.0274686	3.13	0.002	.0321449	.13982
sigma_u	.05915469					
sigma_e	.07633819					
rho	.37518538	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E.
ortak	-.0090575	-.0055054	-.0035521	.0025942
kury	-.0345614	-.0621882	.0276267	.0166102
hao	-.0246671	-.0384721	.0138049	.013836
ebop	-.0181838	-.0004885	-.0176953	.032237
yabp	-.0250171	-.0386997	.0136826	.0224468
yas	.0001437	.0002047	-.000061	.0009721

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
 = 9.98
 Prob> χ^2 = 0.1255

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.0058275	.0763382
u	.0034993	.0591547

Test: Var(u) = 0

$\chi^2(0) = 515.83$
 Prob > $\chi^2 = 0.0000$

EK 41:

MODEL II-D

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0097                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.0594                          avg   =   9.0
        overall = 0.0334                          max   =    9

corr(u_i, Xb) = -0.0381                          F(7,889)       =   1.24
                                                Prob > F       =   0.2767
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0092683	.0051754	-1.79	0.074	-.0194258	.0008891
kury	-.0332197	.0288328	-1.15	0.250	-.0898079	.0233686
hao	-.022797	.0245352	-0.93	0.353	-.0709507	.0253567
ebop	-.0137753	.041668	-0.33	0.741	-.0955544	.0680038
yabp	-.0276323	.0390291	-0.71	0.479	-.1042323	.0489677
yas	-.0010178	.0015122	-0.67	0.501	-.0039856	.0019501
valog	.0111143	.0100021	1.11	0.267	-.0085162	.0307449
_cons	-.0858195	.1656955	-0.52	0.605	-.4110196	.2393806
sigma_u	.06732039					
sigma_e	.07632812					
rho	.43753888	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 889) = 6.12 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0076                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1739                          avg   =   9.0
        overall = 0.0826                          max   =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(7)   =   25.48
                                                Prob > chi2    =   0.0006
  
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.006735	.0045124	-1.49	0.136	-.0155791	.0021092
kury	-.0615441	.0234672	-2.62	0.009	-.1075389	-.0155492
hao	-.0320402	.0204194	-1.57	0.117	-.0720614	.007981
ebop	.0011835	.0259809	0.05	0.964	-.049738	.0521051
yabp	-.0420239	.0317812	-1.32	0.186	-.1043139	.020266
yas	-.0000555	.000513	-0.11	0.914	-.001061	.0009501
valog	.0079336	.0040348	1.97	0.049	.0000255	.0158417
_cons	-.0612328	.0796975	-0.77	0.442	-.2174371	.0949715
sigma_u	.05853069					
sigma_e	.07632812					
rho	.37028827	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0092683	-.006735	-.0025334	.0025344
kury	-.0332197	-.0615441	.0283244	.0167517
hao	-.022797	-.0320402	.0092432	.0136024
ebop	-.0137753	.0011835	-.0149588	.0325763
yabp	-.0276323	-.0420239	.0143917	.0226546
yas	-.0010178	-.0000555	-.0009623	.0014225
valog	.0111143	.0079336	.0031808	.0091522

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.33
 Prob>chi2 = 0.1708

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.005826	.0763281
u	.0034258	.0585307

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 494.70
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 42:

MODEL III-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                        Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0147                          Obs per group: min =    9
        between = 0.1715                          avg =           9.0
        overall = 0.0643                          max =           9

corr(u_i, Xb) = 0.0912                          F(5,891)       =   2.66
                                                Prob > F       =   0.0212
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0135698	.0151035	-0.90	0.369	-.0432124	.0160728
kury	-.0722583	.0887712	-0.81	0.416	-.2464833	.1019666
hao	-.1477359	.0684202	-2.16	0.031	-.2820194	-.0134524
ebop	.0556737	.1276209	0.44	0.663	-.194799	.3061464
yabp	-.2319123	.1201404	-1.93	0.054	-.4677035	.003879
_cons	.1502839	.0801261	1.88	0.061	-.0069739	.3075417
sigma_u	.14105972					
sigma_e	.23579613					
rho	.26355577	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 891) = 2.77 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                    Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0117                          Obs per group: min =    9
        between = 0.2906                          avg =           9.0
        overall = 0.0975                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(5)   =   51.97
                                                Prob > chi2    =   0.0000
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0095665	.0122348	-0.78	0.434	-.0335462	.0144133
kury	-.2077037	.0605234	-3.43	0.001	-.3263273	-.0890801
hao	-.1340641	.0538792	-2.49	0.013	-.2396655	-.0284628
ebop	-.02435	.0613311	-0.40	0.691	-.1445567	.0958568
yabp	-.2421223	.0820479	-2.95	0.003	-.4029331	-.0813114
_cons	.2149725	.0502927	4.27	0.000	.1164006	.3135444
sigma_u	.10385576					
sigma_e	.23579613					
rho	.1624747	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	-.0135698	-.0095665	-.0040033	.0088558
kury	-.0722583	-.2077037	.1354454	.0649403
hao	-.1477359	-.1340641	-.0136717	.0421705
ebop	.0556737	-.02435	.0800237	.1119178
yabp	-.2319123	-.2421223	.01021	.0877603

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 10.61
 Prob>chi2 = 0.0596

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0555998	.2357961
u	.010786	.1038558

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 95.92
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 43:

MODEL III-B

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =      112

R-sq:  within = 0.0166
       between = 0.2292
       overall = 0.0844

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, Xb) = 0.0817

F(6,890) = 2.50
Prob > F = 0.0210
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0187699	.015625	-1.20	0.230	-.0494361	.0118963
kury	-.0631659	.0890164	-0.71	0.478	-.2378724	.1115407
hao	-.1141387	.0731703	-1.56	0.119	-.2577451	.0294678
ebop	.0568489	.1275763	0.45	0.656	-.1935364	.3072343
yabp	-.2450529	.1205251	-2.03	0.042	-.4815995	-.0085062
valog	.0288408	.0223206	1.29	0.197	-.0149663	.072648
_cons	-.4242116	.4517724	-0.94	0.348	-1.310875	.4624519
sigma_u	.13586691					
sigma_e	.23570758					
rho	.24939671	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 2.53 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =      112

R-sq:  within = 0.0133
       between = 0.3542
       overall = 0.1193

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 68.19
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0164284	.0122321	-1.34	0.179	-.0404029	.0075461
kury	-.2069553	.0591588	-3.50	0.000	-.3229044	-.0910063
hao	-.0986186	.053888	-1.83	0.067	-.2042372	.0070001
ebop	-.0262569	.0595566	-0.44	0.659	-.1429857	.0904718
yabp	-.2543884	.0802121	-3.17	0.002	-.4116012	-.0971755
valog	.0294844	.0084013	3.51	0.000	.0130181	.0459507
_cons	-.367026	.1728876	-2.12	0.034	-.7058794	-.0281726
sigma_u	.09702689					
sigma_e	.23570758					
rho	.14489589	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E.
ortak	-.0187699	-.0164284	-.0023415	.009722
kury	-.0631659	-.2069553	.1437895	.0665144
hao	-.1141387	-.0986186	-.0155201	.0494972
ebop	.0568489	-.0262569	.0831058	.1128216
yabp	-.2450529	-.2543884	.0093355	.0899574
valog	.0288408	.0294844	-.0006436	.0206791

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
 = 10.73
 Prob> χ^2 = 0.0970

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$\text{roe}[\text{sirketid}, t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid}, t]$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0555581	.2357076
u	.0094142	.0970269

Test: Var(u) = 0

$\chi_{\text{bar}}^2(01) = 73.82$
 Prob > $\chi_{\text{bar}}^2 = 0.0000$

EK 44:

MODEL III-C

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0198
       between = 0.0756
       overall = 0.0337

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.3351

F(6,890) = 2.99
Prob > F = 0.0068
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0246808	.0159456	-1.55	0.122	-.0559761	.0066145
kury	-.0588605	.0888159	-0.66	0.508	-.2331736	.1154525
hao	-.0790967	.075466	-1.05	0.295	-.2272087	.0690152
ebop	.0311632	.1278823	0.24	0.808	-.2198229	.2821492
yabp	-.2470862	.1201111	-2.06	0.040	-.4828203	-.0113521
yas	.007197	.0033691	2.14	0.033	.0005847	.0138092
_cons	-.1348884	.155614	-0.87	0.386	-.4403015	.1705247
sigma_u	.15831886					
sigma_e	.23532604					
rho	.31158457	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 2.81 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0129
       between = 0.2858
       overall = 0.0979

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 52.91
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0117813	.0123846	-0.95	0.341	-.0360547	.0124922
kury	-.2003457	.0609209	-3.29	0.001	-.3197484	-.080943
hao	-.1214647	.0550462	-2.21	0.027	-.2293533	-.0135762
ebop	-.0354287	.0622352	-0.57	0.569	-.1574075	.08655
yabp	-.2429146	.0822492	-2.95	0.003	-.4041201	-.0817091
yas	.0012782	.0010844	1.18	0.239	-.0008472	.0034036
_cons	.1665494	.0650422	2.56	0.010	.0390691	.2940297
sigma_u	.10466017					
sigma_e	.23532604					
rho	.165135	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0246808	-.0117813	-.0128995	.010044
kury	-.0588605	-.2003457	.1414852	.0646291
hao	-.0790967	-.1214647	.042368	.0516239
ebop	.0311632	-.0354287	.0665919	.1117169
yabp	-.2470862	-.2429146	-.0041716	.0875314
yas	.007197	.0012782	.0059188	.0031898

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 13.91
 Prob>chi2 = 0.0306

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0553783	.235326
u	.0109538	.1046602

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 96.12
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 45:

MODEL III-D

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0198
       between = 0.0573
       overall = 0.0266

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.3992

F(7,889) = 2.57
Prob > F = 0.0127
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0245332	.0159647	-1.54	0.125	-.0558661	.0067997
kury	-.0598	.0889407	-0.67	0.502	-.2343582	.1147582
hao	-.0804062	.0756839	-1.06	0.288	-.2289462	.0681339
ebop	.0280764	.1285336	0.22	0.827	-.2241882	.280341
yabp	-.2452551	.1203935	-2.04	0.042	-.4815436	-.0089666
yas	.0080102	.0046646	1.72	0.086	-.0011447	.0171651
valog	-.0077821	.0308536	-0.25	0.801	-.0683365	.0527724
_cons	-.0120972	.5111223	-0.02	0.981	-1.015244	.9910499
sigma_u	.16462111					
sigma_e	.23544993					
rho	.32833979	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 889) = 2.56 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0136
       between = 0.3524
       overall = 0.1192

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(7) = 67.84
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0172289	.0123346	-1.40	0.162	-.0414043	.0069465
kury	-.2033687	.0595619	-3.41	0.001	-.3201078	-.0866295
hao	-.0941332	.0547246	-1.72	0.085	-.2013915	.0131251
ebop	-.0312436	.0604686	-0.52	0.605	-.1497598	.0872726
yabp	-.2543694	.0804506	-3.16	0.002	-.4120496	-.0966892
yas	.0005693	.0010622	0.54	0.592	-.0015125	.0026511
valog	.0286325	.0085889	3.33	0.001	.0117985	.0454665
_cons	-.3717531	.1739209	-2.14	0.033	-.7126317	-.0308745
sigma_u	.09786463					
sigma_e	.23544993					
rho	.14731384	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0245332	-.0172289	-.0073043	.0101355
kury	-.0598	-.2033687	.1435687	.0660517
hao	-.0804062	-.0941332	.013727	.0522807
ebop	.0280764	-.0312436	.05932	.1134215
yabp	-.2452551	-.2543694	.0091143	.0895673
yas	.0080102	.0005693	.0074409	.004542
valog	-.0077821	.0286325	-.0364146	.029634

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 13.38
 Prob>chi2 = 0.0633

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0554367	.2354499
u	.0095775	.0978646

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 73.98
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 46:

MODEL IV-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0342                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0794                          avg =           9.0
        overall = 0.0627                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.1375                          F(5,891)        =    6.31
                                                Prob > F         =    0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0532227	.0479101	1.11	0.267	-.040807	.1472525
kury	.3038713	.2815923	1.08	0.281	-.2487902	.8565329
hao	-.4050309	.2170366	-1.87	0.062	-.8309935	.0209317
ebop	1.753061	.4048282	4.33	0.000	.9585328	2.547589
yabp	-.178513	.3810992	-0.47	0.640	-.9264697	.5694438
_cons	.550583	.254169	2.17	0.031	.0517433	1.049423
sigma_u	.96551781					
sigma_e	.7479723					
rho	.62494646	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 891) = 14.25 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0332                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0895                          avg =           9.0
        overall = 0.0695                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(5)    =   40.53
                                                Prob > chi2     =    0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.040618	.0455452	0.89	0.372	-.0486489	.1298848
kury	.0769393	.2547268	0.30	0.763	-.4223161	.5761947
hao	-.4608412	.2041505	-2.26	0.024	-.8609688	-.0607135
ebop	1.51078	.3092727	4.88	0.000	.9046169	2.116944
yabp	-.1062102	.3454307	-0.31	0.758	-.783242	.5708216
_cons	.7609001	.228196	3.33	0.001	.3136442	1.208156
sigma_u	.92448962					
sigma_e	.7479723					
rho	.60438066	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	.0532227	.040618	.0126047	.0148665
kury	.3038713	.0769393	.226932	.1200353
hao	-.4050309	-.4608412	.0558103	.0736714
ebop	1.753061	1.51078	.2422807	.2612208
yabp	-.178513	-.1062102	-.0723028	.1609789

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 5.06
 Prob>chi2 = 0.4083

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	.0532227	.040618	.0126047	.0148665
kury	.3038713	.0769393	.226932	.1200353
hao	-.4050309	-.4608412	.0558103	.0736714
ebop	1.753061	1.51078	.2422807	.2612208
yabp	-.178513	-.1062102	-.0723028	.1609789

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 5.06
 Prob>chi2 = 0.4083

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5594626	.7479723
u	.854681	.9244896

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1394.11
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 47:

MODEL IV-B

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =      112

R-sq:  within = 0.0343
       between = 0.0893
       overall = 0.0696

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, Xb) = -0.1219

F(6,890) = 5.27
Prob > F = 0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0574429	.0496078	1.16	0.247	-.039919	.1548048
kury	.2964924	.2826176	1.05	0.294	-.2581823	.8511671
hao	-.4322967	.2323079	-1.86	0.063	-.8882319	.0236385
ebop	1.752107	.4050411	4.33	0.000	.9571601	2.547054
yabp	-.1678487	.3826545	-0.44	0.661	-.9188592	.5831617
valog	-.0234057	.0708655	-0.33	0.741	-.1624888	.1156773
_cons	1.016814	1.43433	0.71	0.479	-1.798248	3.831877
sigma_u	.95809622					
sigma_e	.74834653					
rho	.6210869	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 13.35 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs      =      1008
Number of groups   =      112

R-sq:  within = 0.0314
       between = 0.1362
       overall = 0.1002

Obs per group:  min =      9
                avg  =     9.0
                max  =      9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 46.06
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0616326	.0464906	1.33	0.185	-.0294872	.1527524
kury	.0354176	.254046	0.14	0.889	-.4625034	.5333386
hao	-.5906833	.2115091	-2.79	0.005	-1.005234	-.1761331
ebop	1.505502	.3060256	4.92	0.000	.9057032	2.105301
yabp	-.0530855	.3447349	-0.15	0.878	-.7287533	.6225824
valog	-.1094806	.0488488	-2.24	0.025	-.2052225	-.0137386
_cons	2.942695	.9959058	2.95	0.003	.9907551	4.894634
sigma_u	.89628711					
sigma_e	.74834653					
rho	.58923148	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	.0574429	.0616326	-.0041897	.0173078
kury	.2964924	.0354176	.2610748	.123828
hao	-.4322967	-.5906833	.1583866	.0960774
ebop	1.752107	1.505502	.2466048	.2653424
yabp	-.1678487	-.0530855	-.1147633	.1660794
valog	-.0234057	-.1094806	.0860748	.0513392

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 7.67
 Prob>chi2 = 0.2630

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5600225	.7483465
u	.8033306	.8962871

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1307.39
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 48:

MODEL IV-C

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0469                        Obs per group:  min =    9
        between = 0.0545                       avg =           9.0
        overall = 0.0461                       max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.3500                       F(6,890)        =    7.30
                                                Prob > F         =    0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0033307	.0503766	-0.07	0.947	-.1022015	.09554
kury	.372064	.2805947	1.33	0.185	-.1786404	.9227683
hao	-.0556691	.2384183	-0.23	0.815	-.5235968	.4122587
ebop	1.628306	.4040164	4.03	0.000	.8353702	2.421242
yabp	-.2557457	.3794651	-0.67	0.501	-1.000497	.4890051
yas	.0366314	.0106438	3.44	0.001	.0157414	.0575213
_cons	-.900897	.4916286	-1.83	0.067	-1.865784	.0639896
sigma_u	1.0383788					
sigma_e	.74346166					
rho	.66109942	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 14.52 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0428                        Obs per group:  min =    9
        between = 0.0805                       avg =           9.0
        overall = 0.0649                       max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Wald chi2(6)    =   45.86
                                                Prob > chi2     =    0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0168978	.0466192	0.36	0.717	-.0744742	.1082698
kury	.1260818	.2551335	0.49	0.621	-.3739707	.6261342
hao	-.3109353	.2137791	-1.45	0.146	-.7299347	.1080641
ebop	1.423745	.3120153	4.56	0.000	.8122063	2.035284
yabp	-.1330662	.3451191	-0.39	0.700	-.8094872	.5433548
yas	.0151451	.0065876	2.30	0.022	.0022337	.0280565
_cons	.1717724	.3423211	0.50	0.616	-.4991647	.8427095
sigma_u	.92949822					
sigma_e	.74346166					
rho	.60984373	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.0033307	.0168978	-.0202285	.0190906
kury	.372064	.1260818	.2459822	.1167915
hao	-.0556691	-.3109353	.2552662	.1055547
ebop	1.628306	1.423745	.2045612	.2566627
yabp	-.2557457	-.1330662	-.1226795	.1577549
yas	.0366314	.0151451	.0214863	.0083603

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 11.73
 Prob>chi2 = 0.0683

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5527352	.7434617
u	.8639669	.9294982

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1396.98
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 49:

MODEL IV-D

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0620                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.0755                          avg =           9.0
        overall = 0.0598                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.6057                          F(7,889)       =    8.39
                                                Prob > F       =    0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0036033	.0500383	0.07	0.943	-.0946038	.1018103
kury	.3279359	.2787678	1.18	0.240	-.2191839	.8750556
hao	-.1171737	.237217	-0.49	0.621	-.5827444	.348397
ebop	1.483319	.4028641	3.68	0.000	.6926437	2.273995
yabp	-.169738	.3773505	-0.45	0.653	-.9103398	.5708637
yas	.0748299	.0146203	5.12	0.000	.0461357	.1035242
valog	-.3655302	.0967048	-3.78	0.000	-.5553266	-.1757339
_cons	4.866712	1.602016	3.04	0.002	1.722538	8.010887
sigma_u	1.2141362					
sigma_e	.73797326					
rho	.73022435	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 889) = 13.89 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0498                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1250                          avg =           9.0
        overall = 0.0959                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                      Wald chi2(7)   =   56.95
                                                Prob > chi2   =   0.0000
    
```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.0377233	.0468323	0.81	0.421	-.0540662	.1295129
kury	.0942862	.2536506	0.37	0.710	-.4028598	.5914323
hao	-.4344188	.2156751	-2.01	0.044	-.8571342	-.0117034
ebop	1.373781	.308916	4.45	0.000	.7683168	1.979245
yabp	-.0663181	.3435308	-0.19	0.847	-.7396261	.6069898
yas	.0228923	.0069476	3.29	0.001	.0092753	.0365093
valog	-.1702596	.0524791	-3.24	0.001	-.2731167	-.0674024
_cons	3.259322	1.003874	3.25	0.001	1.291765	5.226879
sigma_u	.90083439					
sigma_e	.73797326					
rho	.59840596	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{tobin}[\text{sirketid},t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5446045	.7379733
u	.8115026	.9008344

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1313.11
 Prob > chibar2 = 0.0000

. hausman fixed random

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
ortak	.0036033	.0377233	-.0341201	.0176231
kury	.3279359	.0942862	.2336496	.1156411
hao	-.1171737	-.4344188	.3172451	.0987733
ebop	1.483319	1.373781	.1095382	.2585931
yabp	-.169738	-.0663181	-.1034199	.156141
yas	.0748299	.0228923	.0519377	.012864
valog	-.3655302	-.1702596	-.1952707	.0812266

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 23.52
 Prob>chi2 = 0.0014

EK 50:

MODEL V-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.1319
       between = 0.3936
       overall = 0.0038

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.8305

F(5,891) = 27.08
Prob > F = 0.0000
    
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.5116259	.9396292	-0.54	0.586	-2.355771	1.332519
kury	16.20231	5.522688	2.93	0.003	5.363315	27.0413
hao	-.1780424	4.256599	-0.04	0.967	-8.532172	8.176088
ebop	-6.497677	7.939635	-0.82	0.413	-22.08024	9.084888
yabp	61.09346	7.474252	8.17	0.000	46.42427	75.76265
_cons	-3.829301	4.984852	-0.77	0.443	-13.61272	5.95412
sigma_u	14.967568					
sigma_e	14.669497					
rho	.51005633	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 891) = 2.87 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0423
       between = 0.1982
       overall = 0.0069

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(5) = 5.54
Prob > chi2 = 0.3537
    
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	.044447	.6820928	0.07	0.948	-1.29243	1.381324
kury	.3488154	3.058088	0.11	0.909	-5.644926	6.342557
hao	-3.118138	2.982469	-1.05	0.296	-8.96367	2.727394
ebop	-4.536922	2.96719	-1.53	0.126	-10.35251	1.278663
yabp	-4.83636	4.118328	-1.17	0.240	-12.90813	3.235415
_cons	4.134001	2.666822	1.55	0.121	-1.092875	9.360877
sigma_u	1.3514847					
sigma_e	14.669497					
rho	.0084163	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	-.5116259	.0444447	-.556073	.6462604
kury	16.20231	.3488154	15.85349	4.598715
hao	-.1780424	-3.118138	2.940095	3.037024
ebop	-6.497677	-4.536922	-1.960755	7.364345
yabp	61.09346	-4.83636	65.92982	6.237293

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 216.69
 Prob>chi2 = 0.0000

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	215.1942	14.6695
u	1.826511	1.351485

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2.74
 Prob > chibar2 = 0.0489

EK 51:

MODEL V-B

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 1008
 Number of groups = 112

R-sq: within = 0.1319
 between = 0.3925
 overall = 0.0038

Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.8304

F(6,890) = 22.54
 Prob > F = 0.0000

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.5256268	.9729837	-0.54	0.589	-2.435237	1.383983
kury	16.22679	5.543127	2.93	0.004	5.347665	27.10591
hao	-.0875855	4.556376	-0.02	0.985	-9.03008	8.854909
ebop	-6.494513	7.944282	-0.82	0.414	-22.08622	9.097197
yabp	61.05808	7.505203	8.14	0.000	46.32812	75.78804
valog	.0776509	1.389923	0.06	0.955	-2.650257	2.805559
_cons	-5.376069	28.13225	-0.19	0.848	-60.58936	49.83722
sigma_u	14.965364					
sigma_e	14.677711					
rho	.50970298	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 2.86 Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 1008
 Number of groups = 112

R-sq: within = 0.0401
 between = 0.1967
 overall = 0.0079

Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 6.56
 Prob > chi2 = 0.3637

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0636756	.6907184	-0.09	0.927	-1.417459	1.290108
kury	.4114036	3.056544	0.13	0.893	-5.579312	6.402119
hao	-2.704653	3.009575	-0.90	0.369	-8.603312	3.194006
ebop	-4.584007	2.965258	-1.55	0.122	-10.39581	1.227792
yabp	-5.037359	4.118045	-1.22	0.221	-13.10858	3.033862
valog	.3824657	.3883348	0.98	0.325	-.3786567	1.143588
_cons	-3.372343	8.071033	-0.42	0.676	-19.19128	12.44659
sigma_u	1.32603					
sigma_e	14.677711					
rho	.0080958	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.5256268	-.0636756	-.4619512	.6852775
kury	16.22679	.4114036	15.81539	4.624262
hao	-.0875855	-2.704653	2.617068	3.420968
ebop	-6.494513	-4.584007	-1.910506	7.370133
yabp	61.05808	-5.037359	66.09544	6.274534
valog	.0776509	.3824657	-.3048147	1.334571

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 216.39
 Prob>chi2 = 0.0000

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-.5256268	-.0636756	-.4619512	.6852775
kury	16.22679	.4114036	15.81539	4.624262
hao	-.0875855	-2.704653	2.617068	3.420968
ebop	-6.494513	-4.584007	-1.910506	7.370133
yabp	61.05808	-5.037359	66.09544	6.274534
valog	.0776509	.3824657	-.3048147	1.334571

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 216.39
 Prob>chi2 = 0.0000

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	215.4352	14.67771
u	1.758356	1.32603

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2.51
 Prob > chibar2 = 0.0564

EK 52:

MODEL V-C

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.1347
       between = 0.3472
       overall = 0.0027

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.8331

F(6,890) = 23.09
Prob > F = 0.0000
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-1.060483	.9929555	-1.07	0.286	-3.00929	.8883243
kury	16.86413	5.530704	3.05	0.002	6.009383	27.71887
hao	3.212552	4.699381	0.68	0.494	-6.01061	12.43571
ebop	-7.708435	7.963428	-0.97	0.333	-23.33772	7.920851
yabp	60.34391	7.479506	8.07	0.000	45.66438	75.02343
yas	.3555115	.2097969	1.69	0.091	-.0562429	.7672659
_cons	-17.91607	9.690322	-1.85	0.065	-36.93462	1.102476
sigma_u	15.172169					
sigma_e	14.654115					
rho	.51736381	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 890) = 2.90 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0299
       between = 0.1659
       overall = 0.0074

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(6) = 6.02
Prob > chi2 = 0.4214
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.0316026	.6891443	-0.05	0.963	-1.382301	1.319095
kury	.6400629	3.083834	0.21	0.836	-5.40414	6.684266
hao	-2.754589	3.026104	-0.91	0.363	-8.685644	3.176466
ebop	-4.964964	3.014678	-1.65	0.100	-10.87362	.9436959
yabp	-4.654805	4.133236	-1.13	0.260	-12.7558	3.446189
yas	.0391837	.047661	0.82	0.411	-.0542302	.1325975
_cons	2.682218	3.213296	0.83	0.404	-3.615727	8.980163
sigma_u	1.4538265					
sigma_e	14.654115					
rho	.00974658	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ortak	-1.060483	-.0316026	-1.02888	.7148712
kury	16.86413	.6400629	16.22406	4.59115
hao	3.212552	-2.754589	5.96714	3.595397
ebop	-7.708435	-4.964964	-2.743471	7.370746
yabp	60.34391	-4.654805	64.99871	6.233728
yas	.3555115	.0391837	.3163279	.2043115

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 219.23
 Prob>chi2 = 0.0000

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	214.7431	14.65412
u	2.113612	1.453827

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2.90
 Prob > chibar2 = 0.0442

EK 53:

MODEL V-D

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.1370                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.2705                          avg =           9.0
        overall = 0.0023                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.8594                          F(7,889)        =   20.17
                                                Prob > F         =   0.0000
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ortak	-1.00426	.9928508	-1.01	0.312	-2.952865	.9443445
kury	16.50632	5.531256	2.98	0.003	5.65048	27.36216
hao	2.713853	4.706813	0.58	0.564	-6.523908	11.95161
ebop	-8.884033	7.99355	-1.11	0.267	-24.57246	6.804396
yabp	61.04128	7.487314	8.15	0.000	46.34641	75.73616
yas	.6652369	.2900925	2.29	0.022	.0958909	1.234583
valog	-2.963831	1.918798	-1.54	0.123	-6.729733	.8020709
_cons	28.84947	31.78689	0.91	0.364	-33.53662	91.23556
sigma_u	16.483883					
sigma_e	14.642719					
rho	.55894458	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 889) = 2.91 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0285                          Obs per group:  min =    9
        between = 0.1710                          avg =           9.0
        overall = 0.0083                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(7)    =    6.77
                                                Prob > chi2     =    0.4528
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ortak	-.1175619	.6963163	-0.17	0.866	-1.482317	1.247193
kury	.663247	3.083837	0.22	0.830	-5.380963	6.707456
hao	-2.449294	3.046489	-0.80	0.421	-8.420303	3.521715
ebop	-4.952994	3.014531	-1.64	0.100	-10.86137	.9553796
yabp	-4.804923	4.136232	-1.16	0.245	-12.91179	3.301944
yas	.0329631	.0481908	0.68	0.494	-.0614891	.1274154
valog	.3418994	.3949227	0.87	0.387	-.4321349	1.115934
_cons	-3.793829	8.14142	-0.47	0.641	-19.75072	12.16306
sigma_u	1.44757					
sigma_e	14.642719					
rho	.00967858	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
ortak	-1.00426	-.1175619	-.8866983	.7077403
kury	16.50632	.663247	15.84307	4.591812
hao	2.713853	-2.449294	5.163147	3.587895
ebop	-8.884033	-4.952994	-3.931039	7.40334
yabp	61.04128	-4.804923	65.84621	6.24111
yas	.6652369	.0329631	.6322738	.2860617
valog	-2.963831	.3418994	-3.30573	1.877717

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 222.42
 Prob>chi2 = 0.0000

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	214.4092	14.64272
u	2.095459	1.44757

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2.65
 Prob > chibar2 = 0.0517

EK 54:

MODEL VI-A

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0447                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0141                          avg =           9.0
        overall = 0.0202                          max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.2837                          F(1,895)        =   41.93
                                                Prob > F         =   0.0000
    
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	6.255991	.9661677	6.48	0.000	4.359772	8.152209
_cons	-.6158923	.4177	-1.47	0.141	-1.435678	.2038933
sigma_u	2.7889456					
sigma_e	2.9730016					
rho	.46808919	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 895) = 7.28 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0447                          Obs per group: min =    9
        between = 0.0141                          avg =           9.0
        overall = 0.0202                          max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Wald chi2(1)    =   35.23
                                                Prob > chi2     =   0.0000
    
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	4.633106	.7805712	5.94	0.000	3.103215	6.162998
_cons	.0678658	.4142353	0.16	0.870	-.7440205	.8797521
sigma_u	2.4644022					
sigma_e	2.9730016					
rho	.4072741	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	6.255991	4.633106	1.622884	.5693757

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic
 chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 8.12
 Prob>chi2 = 0.0044

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.838739	2.973002
u	6.073278	2.464402

Test: Var(u) = 0
 chibar2(01) = 643.07
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 55:

MODEL VI-B

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid
Number of obs = 1008
Number of groups = 112

R-sq:  within = 0.0475
        between = 0.0265
        overall = 0.0293
Obs per group: min = 9
                avg = 9.0
                max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.2594
F(2,894) = 22.28
Prob > F = 0.0000
    
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	6.373263	.9680953	6.58	0.000	4.473258	8.273267
bdvk	11.9476	7.4582	1.60	0.110	-2.690021	26.58522
_cons	-1.107253	.5179291	-2.14	0.033	-2.123751	-.090754
sigma_u	2.7463947					
sigma_e	2.9704037					
rho	.46087573	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 894) = 6.82 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid
Number of obs = 1008
Number of groups = 112

R-sq:  within = 0.0446
        between = 0.0424
        overall = 0.0385
Obs per group: min = 9
                avg = 9.0
                max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(2) = 42.51
Prob > chi2 = 0.0000
    
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
pddd						
tbtv	4.683539	.771893	6.07	0.000	3.170657	6.196422
bdvk	18.65655	6.731584	2.77	0.006	5.462892	31.85022
_cons	-.6435032	.4866221	-1.32	0.186	-1.597265	.3102586
sigma_u	2.3474831					
sigma_e	2.9704037					
rho	.38444862	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	6.373263	4.683539	1.689723	.5842857
bdvk	11.9476	18.65655	-6.708955	3.210999

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 14.28
Prob>chi2 = 0.0008
    
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$pddd[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
pddd	15.25892	3.906266
e	8.823298	2.970404
u	5.510677	2.347483

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 563.65
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 56:

MODEL VII-A

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid
 Number of obs = 1008
 Number of groups = 112
 R-sq: within = 0.1387
 between = 0.3350
 overall = 0.2292
 Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9
 corr(u_i, Xb) = -0.2009
 F(1, 895) = 144.16
 Prob > F = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tbtv	-.2768103	.023055	-12.01	0.000	-.3220586 -.2315621
_cons	.171477	.0099673	17.20	0.000	.1519149 .191039
sigma_u	.05805084				
sigma_e	.07094285				
rho	.40104547	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(111, 895) = 5.78 Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid
 Number of obs = 1008
 Number of groups = 112
 R-sq: within = 0.1387
 between = 0.3350
 overall = 0.2292
 Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
 Wald chi2(1) = 195.57
 Prob > chi2 = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
tbtv	-.2493977	.0178335	-13.98	0.000	-.2843508 -.2144446
_cons	.1599274	.0092385	17.31	0.000	.1418203 .1780345
sigma_u	.05166144				
sigma_e	.07094285				
rho	.34653032	(fraction of variance due to u_i)			

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.2768103	-.2493977	-.0274126	.0146116

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 3.52
 Prob>chi2 = 0.0606

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.0050329	.0709428
u	.0026689	.0516614

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 468.40
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 57:

MODEL VII-B

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid

Number of obs = 1008
 Number of groups = 112

R-sq: within = 0.1929
 between = 0.3035
 overall = 0.2363

Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9

corr(u_i, Xb) = -0.2962

F(2,894) = 106.85
 Prob > F = 0.0000

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
tbtv	-.2899322	.0223944	-12.95	0.000	-.3338839 -.2459805	
bdkv	-1.33685	.1725261	-7.75	0.000	-1.675454 -.9982467	
_cons	.2264566	.0119809	18.90	0.000	.2029426 .2499707	
sigma_u	.06146986					
sigma_e	.0687126					
rho	.44453637	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 894) = 6.43 Prob > F = 0.0000


```

Random-effects GLS regression                               Number of obs   =       1008
Group variable: sirketid                                  Number of groups =       112

R-sq:  within = 0.1925                                     Obs per group:  min =        9
        between = 0.3095                                     avg =       9.0
        overall = 0.2389                                     max =        9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                                Wald chi2(2)    =       251.47
                                                Prob > chi2     =       0.0000

```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
roa						
tbtv	-.2584102	.0176393	-14.65	0.000	-.2929826	-.2238378
bdkv	-1.081787	.1547385	-6.99	0.000	-1.385069	-.7785051
_cons	.2037407	.011082	18.38	0.000	.1820203	.2254611
sigma_u	.05223419					
sigma_e	.0687126					
rho	.36623788	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.2899322	-.2584102	-.031522	.0137972
bdkv	-1.33685	-1.081787	-.2550631	.0762972

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 14.87
Prob>chi2 = 0.0006

```

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
```

```
roa[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]
```

```
Estimated results:
```

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0099659	.0998294
e	.0047214	.0687126
u	.0027284	.0522342

```
Test: Var(u) = 0
```

```

chibar2(01) = 513.30
Prob > chibar2 = 0.0000

```

EK 58:

MODEL VIII-A

```

Fixed-effects (within) regression                               Number of obs   =       1008
Group variable: sirketid                                  Number of groups =       112

R-sq:  within = 0.0846                                     Obs per group:  min =        9
        between = 0.1711                                     avg =       9.0
        overall = 0.1006                                     max =        9

corr(u_i, Xb) = -0.3755                                    F(1,895)       =       82.73
                                                Prob > F       =       0.0000

```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe						
tbtv	-.6703271	.0736962	-9.10	0.000	-.8149645	-.5256896
_cons	.356522	.0318608	11.19	0.000	.2939914	.4190526
sigma_u	.15470053					
sigma_e	.22677103					
rho	.31758353	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(111, 895) = 3.60 Prob > F = 0.0000
```

```

Random-effects GLS regression                    Number of obs   =       1008
Group variable: sirketid                       Number of groups =       112

R-sq:  within = 0.0846                          Obs per group: min =       9
        between = 0.1711                          avg           =      9.0
        overall = 0.1006                          max           =       9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                       Wald chi2(1)    =      93.32
                                                Prob > chi2     =      0.0000

```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
roe						
tbtv	-.4912702	.0508547	-9.66	0.000	-.5909435	-.3915969
_cons	.2810813	.0252644	11.13	0.000	.231564	.3305986
sigma_u	.118981					
sigma_e	.22677103					
rho	.21586059	(fraction of variance due to u_i)				

```
. hausman fixed random
```

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.6703271	-.4912702	-.1790569	.0533379

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

```

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 11.27
Prob>chi2 = 0.0008

```

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
```

```
roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]
```

```
Estimated results:
```

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0514251	.226771
u	.0141565	.118981

```
Test: Var(u) = 0
```

```

chibar2(01) = 178.60
Prob > chibar2 = 0.0000

```

EK 59:

MODEL VIII-B

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.0514251	.226771
u	.0141565	.118981

Test: Var(u) = 0

chi2(2) = 178.60
 Prob > chi2 = 0.0000

. xtreg roe tbtv bdvk, fe

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: sirketid
 Number of obs = 1008
 Number of groups = 112
 R-sq: within = 0.1231
 between = 0.1969
 overall = 0.1289
 Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9
 F(2,894) = 62.75
 Prob > F = 0.0000
 corr(u_i, Xb) = -0.4235

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.7046108	.0723778	-9.74	0.000	-.8466611 -.5625606	
bdvk	-3.492808	.5575983	-6.26	0.000	-4.587162 -2.398454	
_cons	.5001682	.038722	12.92	0.000	.4241716 .5761648	
sigma_u	.15767533					
sigma_e	.22207665					
rho	.33515317	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 894) = 3.72 Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: sirketid
 Number of obs = 1008
 Number of groups = 112
 R-sq: within = 0.1227
 between = 0.1961
 overall = 0.1291
 Obs per group: min = 9
 avg = 9.0
 max = 9
 Wald chi2(2) = 133.71
 Prob > chi2 = 0.0000
 corr(u_i, X) = 0 (assumed)

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.5109146	.05025	-10.17	0.000	-.6094028 -.4124264	
bdvk	-2.841758	.4661675	-6.10	0.000	-3.755429 -1.928086	
_cons	.3944767	.0310565	12.70	0.000	.3336071 .4553464	
sigma_u	.11808866					
sigma_e	.22207665					
rho	.22042802	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	(b)	(B)	Difference	S.E.
	fixed	random		
tbtv	-.7046108	-.5109146	-.1936962	.0520911
bdvk	-3.492808	-2.841758	-.6510504	.3059472

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 16.88
 Prob>chi2 = 0.0002

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roe[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0734965	.2711024
e	.049318	.2220766
u	.0139449	.1180887

Test: Var(u) = 0

chi2(2) = 183.16
 Prob > chi2 = 0.0000

EK 60:

MODEL IX-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid
Number of obs   = 1008
Number of groups = 112

R-sq:  within = 0.0022
       between = 0.0153
       overall = 0.0104
Obs per group: min = 9
               avg  = 9.0
               max  = 9

corr(u_i, Xb) = 0.0507
F(1,895)      = 2.00
Prob > F     = 0.1580

```

tobin	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.3483042	.2465146	-1.41	0.158	-.8321181	.1355098
_cons	1.579658	.1065748	14.82	0.000	1.370493	1.788824
sigma_u	.98969594					
sigma_e	.75855174					
rho	.62994329	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 895) = 15.28 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid
Number of obs   = 1008
Number of groups = 112

R-sq:  within = 0.0022
       between = 0.0153
       overall = 0.0104
Obs per group: min = 9
               avg  = 9.0
               max  = 9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(1)  = 3.42
Prob > chi2   = 0.0642

```

tobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-.4073681	.2201437	-1.85	0.064	-.8388418	.0241057
_cons	1.604543	.131883	12.17	0.000	1.346057	1.863029
sigma_u	.95983269					
sigma_e	.75855174					
rho	.61554847	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.3483042	-.4073681	.0590639	.1109332

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 0.28
Prob>chi2 = 0.5944

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

tobin[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5754007	.7585517
u	.9212788	.9598327

Test: Var(u) = 0

```

chibar2(01) = 1505.43
Prob > chibar2 = 0.0000

```

EK 61:

MODEL IX-B

```

Fixed-effects (within) regression                               Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0070                                         Obs per group:  min =    9
        between = 0.0014                                       avg   =   9.0
        overall = 0.0000                                       max   =    9

corr(u_i, Xb) = -0.1122                                         F(2,894)        =   3.17
                                                Prob > F         =   0.0426
    
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tobin						
tbtv	-.38713	.2467639	-1.57	0.117	-.871434	.097174
bdvk	-3.955551	1.901067	-2.08	0.038	-7.686626	-.2244768
_cons	1.742335	.1320182	13.20	0.000	1.483234	2.001437
sigma_u	1.0039125					
sigma_e	.75714479					
rho	.63742639	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 894) = 15.14 Prob > F = 0.0000

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbtv	-.38713	-.4289642	.0418342	.1111657
bdvk	-3.955551	-2.398653	-1.556898	.576072

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 7.81$$
 Prob>chi2 = 0.0202

```

Random-effects GLS regression                               Number of obs   =   1008
Group variable: sirketid                                       Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0063                                         Obs per group:  min =    9
        between = 0.0007                                       avg   =   9.0
        overall = 0.0018                                       max   =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                                     Wald chi2(2)    =   5.21
                                                Prob > chi2     =   0.0739
    
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tobin						
tbtv	-.4289642	.2203057	-1.95	0.052	-.8607553	.002827
bdvk	-2.398653	1.811684	-1.32	0.186	-5.949488	1.152181
_cons	1.70237	.150126	11.34	0.000	1.408129	1.996612
sigma_u	.94375536					
sigma_e	.75714479					
rho	.60840793	(fraction of variance due to u_i)				

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{tobin}[\text{sirketid}, t] = Xb + u[\text{sirketid}] + e[\text{sirketid}, t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
tobin	1.496179	1.223184
e	.5732682	.7571448
u	.8906742	.9437554

Test: Var(u) = 0

$$\text{chibar2}(01) = 1435.26$$
 Prob > chibar2 = 0.0000

EK 62:

MODEL X-A

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0661
       between = 0.2241
       overall = 0.0752

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, Xb) = -0.5555

F(1,895) = 63.39
Prob > F = 0.0000

```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
zskor						
tbvtv	-39.27907	4.933583	-7.96	0.000	-48.9618	-29.59633
_cons	17.09422	2.132919	8.01	0.000	12.90812	21.28033
sigma_u	7.2388095					
sigma_e	15.181164					
rho	.18524664	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 895) = 1.41 Prob > F = 0.0049

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0661
       between = 0.2241
       overall = 0.0752

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(1) = 76.87
Prob > chi2  = 0.0000

```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
zskor						
tbvtv	-21.57481	2.460709	-8.77	0.000	-26.39771	-16.75191
_cons	9.635017	1.169852	8.24	0.000	7.342149	11.92789
sigma_u	2.6019358					
sigma_e	15.181164					
rho	.02853706	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
tbvtv	-39.27907	-21.57481	-17.70425	4.276114

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 17.14
Prob>chi2 = 0.0000

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	230.4677	15.18116
u	6.77007	2.601936

Test: Var(u) = 0

```

chibar2(01) = 3.08
Prob > chibar2 = 0.0396

```

EK 63:

MODEL X-B

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0830
       between = 0.2763
       overall = 0.0948

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

F(2,894) = 40.46
Prob > F = 0.0000

corr(u_i, Xb) = -0.5793
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-40.78357	4.905591	-8.31	0.000	-50.41139	-31.15575
bdkv	-153.2779	37.79264	-4.06	0.000	-227.4505	-79.10527
_cons	23.39797	2.624482	8.92	0.000	18.24711	28.54884
sigma_u	7.2392208					
sigma_e	15.05181					
rho	.18786098	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(111, 894) = 1.36 Prob > F = 0.0109

```

Random-effects GLS regression
Group variable: sirketid

Number of obs   =   1008
Number of groups =   112

R-sq:  within = 0.0805
       between = 0.2843
       overall = 0.0969

Obs per group: min =    9
               avg  =   9.0
               max  =    9

Wald chi2(2) = 102.59
Prob > chi2 = 0.0000

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
    
```

zskor	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tbtv	-21.90441	2.393947	-9.15	0.000	-26.59646	-17.21236
bdkv	-119.5227	24.94632	-4.79	0.000	-168.4166	-70.62879
_cons	14.19512	1.494821	9.50	0.000	11.26533	17.12492
sigma_u	2.2216839					
sigma_e	15.05181					
rho	.02132195	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
tbtv	-40.78357	-21.90441	-18.87916	4.281804
bdkv	-153.2779	-119.5227	-33.75523	28.38952

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 20.07
 Prob>chi2 = 0.0000

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

zskor[sirketid,t] = Xb + u[sirketid] + e[sirketid,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
zskor	260.3651	16.13583
e	226.557	15.05181
u	4.935879	2.221684

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1.61
 Prob > chibar2 = 0.1021