



**İŞLETMELERDE FİNANSAL POLİTİKALARIN
FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

Mehdi MİRHAJİ

**Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU
2020
Her Hakkı Saklıdır**

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Mehdi MİRHAJİ

**İŞLETMELERDE FİNANSAL POLİTİKALARIN FİRMA
DEĞERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

DOKTORA TEZİ

**TEZ YÖNETİCİSİ
Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU**

ERZURUM – 2020



TEZ BEYAN FORMU

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddelerine göre hazırlamış olduğum "İşletmelerde Finansal Politikaların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama" adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Gereğini bilgilerinize arz ederim. *

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumun makale için **altı ay**, patent için **iki yıl** süreyle erişiminin ertelenmesini istiyorum.

22.12.2020

Mehdi MİRHAJİ
Aslı Islak İmzalıdır.

* LİSANSÜSTÜ TEZLERİN ELEKTRONİK ORTAMDA TOPLANMASI, DÜZENLENMESİ VE ERİŞİME AÇILMASINA İLİŞKİN YÖNERGE

.....
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Çeşitli ve Son Hükümler

Lisansüstü tezlerin erişime açılmasının ertelenmesi MADDE 6– (1) Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu **iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.**

(2) Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz **makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış** ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile **altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.**

Gizlilik dereceli tezler MADDE 7– (1) Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.

(2) Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Graduate School of Social Sciences

TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU danışmanlığında, Mehdi MİRHAJİ tarafından hazırlanan bu çalışma 22 / 12 / 2020 tarihinde aşağıda isimleri yazılı jüri tarafından. İŞLETME Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof.Dr.Turan ÖNDEŞ
Jüri Üyesi : Prof.Dr.Reşat KARCIOĞLU
Jüri Üyesi : Prof.Dr.Mehmet Suphi
ÖZÇÖMAK
Jüri Üyesi : Doç.Dr. Ersin KURNAZ
Jüri Üyesi : Dr. ögr. Üyesi. Ünal GÜLHAN

İmza: Aslı Islak İmzalıdır.
İmza: Aslı Islak İmzalıdır.
İmza: Aslı Islak İmzalıdır.
İmza: Aslı Islak İmzalıdır.
İmza: Aslı Islak İmzalıdır.

Prof. Dr. Sait UYLAŞ
Enstitü Müdürü

OF28b V4 03.11.2019

İÇİNDEKİLER

ÖZET	VII
ABSTRACT	VIII
KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ	IX
TABLolar DİZİNİ	XII
ŞEKİLLER DİZİNİ	XIII
GRAFİKLER DİZİNİ	XIV
ÖNSÖZ	XV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE UYGULANAN FİNANSAL POLİTİKALAR

1.1. İŞLETMELERDE UYGULANAN FİNANSAL POLİTİKALAR VE FİNANSAL KARAR TÜRLERİ	5
1.1.1. Finansın Tanımı.....	5
1.1.2. Finansal Yönetim	5
1.1.3. Finansman	6
1.1.4. Finansman Çeşitleri.....	6
1.1.5. Finansal Sistem	7
1.1.6. Finans Tarihi	8
1.1.7. Finansal Politikalar.....	11
1.1.8. Karar ve Karar Verme Kavramları.....	12
1.2. FİNANSAL KARARLAR	13
1.2.1. Finansal Karar Çeşitleri.....	14
1.2.2.1. Finansman Kararları	15
1.2.2.2. Temettü Kararları	17
1.2.2.3. Yatırım Kararları	18
1.2.2. Finansal Kararların Tarihçesi	19
1.2.3. Finansal Karar Almada Amaç ve Kapsam	21
1.2.4. İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Önemi	21
1.2.5. Finansal Karar Alma Süreci	23
1.2.6. Finansal Karar Türleri	25

1.2.6.1. Gelire Yönelik Amaçlar.....	26
1.2.6.2. Nakit Akımına Yönelik Amaçlar.....	26
1.2.6.3. Likiditeye Yönelik Amaçlar	26
1.2.6.4. Varlığa Yönelik Amaçlar.....	26
1.2.6.5. Kârlılığa Yönelik Amaçlar	27
1.2.6.6. Parasal Olmayan Amaçlar	27
1.3. FİNANSMAN KARARLARI.....	27
1.3.1. Kısa Vadeli Finansman Kararları	30
1.3.1.1. Ticari Krediler	32
1.3.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri.....	32
1.3.1.3. Finansman Bonoları.....	33
1.3.1.4. Faktoring.....	35
1.3.1.4.1. Full Servis Rücu Edilemez Faktoring	36
1.3.1.4.2. Full Servis Rücu Edilebilir Faktoring	37
1.3.1.4.3. Açıklanmamış Faktoring.....	37
1.3.1.4.4. İhracat Faktoringi.....	38
1.3.2. Orta Vadeli Finansman Kararları	38
1.3.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri.....	39
1.3.2.2. Dönen Krediler	41
1.3.2.3. Forfaiting	41
1.3.2.4. Leasing	43
1.3.3. Uzun Vadeli Finansman Kararları.....	46
1.3.3.1. Hisse Senedi İhracı	47
1.3.3.2. Otofinsman Yoluyla Fon Sağlama.....	48
1.3.3.2.1. Açık Otofinsman	49
1.3.3.2.1.1. Dağıtılmayan Kârlar	49
1.3.3.2.1.2. Yedekler.....	49
1.3.3.2.1.3. Karşılıklar	50
1.3.3.2.1.4. Amortismanlar	50
1.3.3.2.1.5. Şüpheli Alacaklar Karşılığı.....	50
1.3.3.2.1.6. Stokların Değer Kaybı Karşılığı	51
1.3.3.2.2. Gizli Otofinsman.....	51

1.3.3.3. Tahvil ihracı.....	52
1.4. YATIRIM KARARLARI.....	53
1.4.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları	56
1.4.2. Hazır Değerlere Yatırım Kararları	57
1.4.3. Alacaklara Yatırım Kararları.....	59
1.4.4. Stoklara Yatırım Kararları.....	61
1.4.5. Duran Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları.....	62
1.5. TEMETTÜ KARARLARI.....	64
1.5.1. Kâr Kavramı	64
1.5.2. Kâr Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Kararlar	64
1.5.3 Kârın Belirlenmesi	68
1.5.3.1. Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Kârın Belirlenmesi.....	68
1.5.3.2. Gelir ve Giderlerin Karşılaştırılması Yoluyla Kârın Belirlenmesi.....	68
1.5.3.3. Vergiye Tabi Kârın Belirlenmesi	69
1.5.4. Kâr Dağıtımı.....	69
1.5.4.1. İşletme Açısından Kâr Dağıtımı	69
1.5.4.2. Ortaklar Açısından Kâr Dağıtımı	69
1.5.5. Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler.....	70
1.5.6. Temettü Modelleri.....	71
1.5.6.1. Düzenli Kâr Payı Dağıtımı	72
1.5.6.2. Sabit Tutarda Kâr Dağıtımı	72
1.5.6.3. Sabit Oranda Kâr Dağıtımı	72
1.5.6.4. Katkılı Sabit Kâr Dağıtımı.....	73
1.5.7. Kâr Payı Ödeme Şekilleri.....	73
1.5.7.1. Nakit Ödeme.....	73
1.5.7.2. Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi.....	74
1.5.7.3. Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması	74
1.5.7.4. Aynı Olarak Kâr Payının Dağıtılması	74
1.5.7.5. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi.....	75
1.5.8. Kâr Payı Dağıtımı ile ilgili Görüşler	75
1.8.8.1. Miller - Modigliani Modeli (Kâr Payı İlişkısizlik Teorisi)	75
1.8.8.2. Gordon - Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi)	76

1.8.8.3. Litzemberger - Ramaswamy Modeli (Vergi Farkı Teorisi).....	77
---	----

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİ

2.1. DEĞER KAVRAMI	78
2.1.1. Tarihi Maliyet.....	79
2.1.2. Cari Maliyet.....	80
2.1.3. Gerçekleşebilir Değer.....	80
2.1.4. Bugünkü Değer	80
2.1.5. Net Gerçekleşebilir Değer.....	80
2.1.6. Kullanım Değeri.....	81
2.1.7. Geri Kazanılabılır Tutar	81
2.1.8. Defter Değeri.....	81
2.1.9. İşletmeye Özgü Değer.....	81
2.1.10. Kalıntı Değeri.....	82
2.1.11. İçsel Değer.....	82
2.2. DEĞERLEME KAVRAMI.....	82
2.2.1. Defter Değeri.....	83
2.2.2. Piyasa Değeri.....	83
2.2.3. Likidite Değeri	83
2.2.4. Teşebbüs Değeri	84
2.2.5. Gerçek Değer.....	84
2.3. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDEKİ NEDENLER.....	85
2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNİN ÖNEMİ	86
2.5. FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	86
2.5.1. Firma İçi Faktörler	87
2.5.1.1. Sermaye Yapısı İle Firma Değeri İlişkisi	87
2.5.1.2. Likidite Derecesi İle Firma Değeri İlişkisi	88
2.5.1.3. Entelektüel Sermaye İle Firma Değeri İlişkisi	89
2.5.1.4. Firma Yönetimi İle Firma Değeri İlişkisi	89
2.5.1.5. Kâr Payı Dağıtım Politikaları İle Firma Değeri İlişkisi.....	90
2.5.2. Firma Dışı Faktörler	91

2.5.2.1. Ekonomik Faktörler.....	92
2.5.2.2. Endüstriyel Faktörler	93
2.6. FİRMA DEĞERİ	95
2.7. FİRMA DEĞERLEMESİ İLE İLGİLİ MODELLER VE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	96
2.7.1. Piyasa Değeri Yaklaşımını Esas Alan Modeller	97
2.7.1.1. Fiyat - Kazanç Oranı.....	98
2.7.1.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	99
2.7.1.3. Tobin Q Oranı.....	100
2.7.1.4. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı.....	102
2.7.2. Maliyet Yaklaşımını Temel Alan Değerleme Modelleri.....	102
2.7.2.1. Defter Değeri	102
2.7.2.2. Yerine Koyma Değeri Yöntemi.....	104
2.7.2.3. Net Aktif Değeri Yöntemi	104
2.7.2.4. Tasfiye Değeri Yöntemi	105
2.7.3. Gelir Yaklaşımını Esas Alan Modeller	105
2.7.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli	106
2.7.3.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu Modeli	107
2.7.3.3. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA).....	108
2.8. LİTERATÜR TARAMASI	109
Bu bölümde konuyla ilgili yapılmış çalışmaların özeti, yayınlanma tarihi sırasına göre verilecektir. Bu amaçla önce diğer ülkeler, sonra Türkiye için yapılmış uygulamalı çalışmalara yer verilecektir.	
	109
2.8.1. Diğer Ülkeler İçin Yapılmış Çalışmaların Özeti.....	109
2.8.2. Türkiye İçin Yapılmış Çalışmaların Özeti	115

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERDE FİNANSAL POLİTİKALARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: BİST’TE BİR UYGULAMA

3.1. BİST’TEKİ GÜNCEL DURUM.....	123
3.1.1. Analize Dahil Edilen Firmalarla İlgili Kısa Bilgiler	127
3.2. EKONOMETRİK ANALİZ.....	128

3.2.1. Veri Seti.....	128
3.2.2. Hipotezler	131
3.2.3. Model	132
3.2.4. Yöntem	133
3.2.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri	133
3.2.6. Panel Birim Kök Testleri.....	134
3.2.7. Panel Regresyon Analizleri	137
3.2.8. Havuzlanmış Panel Veri Analizi	138
3.2.9. Sabit Etkiler Modeli	138
3.2.10. Rassal Etkiler Modeli	139
3.2.11. F Testi.....	139
3.2.12. Hausman Testi.....	140
3.2.13. Panel Nedensellik Testleri.....	146
SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ	150
KAYNAKLAR	161
EKLER.....	191
EK 1. Analize Dâhil Edilen Firmaların Listesi	191
ÖZGEÇMİŞ.....	192

ÖZET

DOKTORA TEZİ

İŞLETMELERDE FİNANSAL POLİTİKALARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Mehdi MİRHAJİ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

2020, 192 Sayfa

Jüri: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ

Prof. Dr. Mehmet Suphi ÖZÇOMAK

Doç. Dr. Ersin KURNAZ

Dr. Öğr. Üyesi. Ünal GÜLHAN

Bu çalışmada işletmelerde uygulanan finansal politikaların firma değerine etkisi, Borsa İstanbul'da işlem gören 82 firmanın 2010 – 2019 dönemi verileri kullanılarak, panel veri analizi yöntemleri ile analiz edilmiştir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarına bakıldığında; firma değeri (Tobin Q oranı) ile en yüksek ilişkiye sahip olan değişkenin; 0.34 ile aktif karlılık oranı ve 0.00 ile bedelsiz hisse senedi dağıtımı olduğu görülmüştür.

Çalışmada 9 farklı değişken kullanılarak, 3 farklı ekonometrik model kurulmuştur. Modellerde yer alan serilerin durağanlık seviyeleri; Levin, Lin ve Chu (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003) ve Fisher PP panel birim kök testleri ile incelenmiştir. Yapılan panel birim kök testleri sonucunda; bütün serilerin düzey değerlerinde durağan yani $I(0)$ olduklarına karar verilmiştir. Seriler düzey değerlerinde durağan çıktığı için panel eşbütünlük testine gerek kalmamış, panel regresyon analizlerine geçilmiştir.

Panel regresyon analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirleyebilmek için her bir modele F ve Hausman testleri uygulanmış ve etkilerin sabit olduğu konusunda kesin bir karara varılmıştır. Bu nedenle, modellerde yer alan katsayılar sabit etkiler yöntemi ile tahmin edilmiştir. Bu tahminler sonucunda; cari oranının, toplam borç / özsermaye oranını ve aktif karlılık oranının firmaların piyasa değerini pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediği belirlenmiştir.

Çalışmada işletmelerde uygulanan finansal politikaların ile firma değeri arasındaki nedensellik ilişkileri; Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiştir. Bu test sonucunda; cari oran ile firma değeri arasında karşılıklı; enflasyondan firma değerine ve firma değerinden toplam borç/öz sermaye oranına doğru tek yönlü nedensellik ilişkilerinin olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Finansal Politikalar, Firma Değeri, Borsa İstanbul, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

Ph.D. DISSERTATION

**THE EFFECT OF FINANCIAL POLICIES ON THE VALUE OF COMPANIES:
AN APPLICATION ON BORSA ISTANBUL**

Mehdi MİRHAJİ

Advisor: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

2020, 192 Pages

Jury: Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ

Prof. Dr. Mehmet Suphi ÖZÇOMAK

Assoc. Prof. Dr. Ersin KURNAZ

Assist. Prof. Dr. Ünal GÜLHAN

In this study, the effect of financial policies applied in businesses on firm value was analyzed by the panel data analysis methods by using data from 82 companies traded in Istanbul Stock Exchange for the period of 2010 - 2019. Considering the correlation coefficients between variables, the variable that has the highest relationship with the firm value (Tobin Q ratio) is the total current ratio with 0.34 and the bonus share distribution with 0.31, the relationship between independent variables (financial policies applied in businesses) and dependent variable (firm value) was seen as low in general.

In the study, 3 different econometric models were established using 9 different variables. Stationarity levels of the series in the models were examined by Levin, Lin and Chu (2002), Im, Pesaran and Shin (2003) and Fisher PP panel unit root tests. As a result of the panel unit root tests; it is decided that the values of all series are stationary, which is $I(0)$. Because the series were stationary in level values, panel cointegration test was not required and panel regression analysis was started.

F and Hausman tests were applied to each model in order to determine the estimation method to be used in panel regression analysis and a firm decision reached be on the fixed type of effects. For this reason, the coefficients in the models were estimated by the fixed effects method. As a result of these estimations; it was determined that current ratio, total debt/equity ratio and return on assets ratio positively and statistically significantly affect the market value of firms.

The causality relationships between financial policies applied in businesses and firm value were examined with Dumitrescu and Hurlin (2012) panel causality test. As a result of this test, it was found that there is a mutual causality between current ratio and the firm value while there is a one-way causality from inflation to firm value and firm value to, total debt/equity ratio.

Keywords: Financial Policies, Firm Values, Istanbul Stock Exchange, Panel Data Analysis.

KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi
ADH	: Aktif Devir Hızı
AIC	: Akaike Information Criterion
AKO	: Aktif Kârlılık Oranı
ANOVA	: Analysis of Variance: Varyans Analizi
AR	: Abnormal Returns: Normal Üstü / Normal Dışı (Anormal) Getiriler
Ar&Ge	: Araştırma ve Geliştirme Faaliyetleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
BDDK	: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
BHSD	: Bedelsiz Hisse Senedi Dağıtımı
BIST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Capital Asset Pricing Model: Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
CO	: Cari Oran
DFM	: Dubai Financial Market: Dubai Borsası
DW	: Durbin-Watson Otokorelasyon Test İstatistiği
EKK	: En KüçükKareler Yöntemi
ENF	: Enflasyon Oranı
EVA	: Economic Value Added: Ekonomik Katma Değer
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
F/K	: Fiyat - Kazanç Oranı
FPE	: Final Prediction Error (Son Tahmin Hatası)
FYS	: Finance and Accounts: Finans ve Hesaplar
GMM	: Generalised Method of Moments: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
HQ	: Hannan-Quinn Information Criterion (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
IAS	: International Accounting Standards: Uluslararası Muhasebe Standartları
IASC	: International Accounting Standards Committee: Uluslararası

Muhasebe Standartları Komitesi

IDX	: Indonesia Stock Exchange
IFRS	: International Financial Reporting Standards: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
İKO	: İç Kârlılık Oranı
İMBK	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IMF	: International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu
IPS	: Im, Pesaran ve Shin (2003) Panel Birim Kök Testi
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	: Kamuoyunu Aydınlatma Platformu
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KVBOSO	: Kısa Vadeli Borç/Öz Sermaye Oranı
LLC	: Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi
M-M	: Modigliani ve Miller Teoremi
NBD	: Net Bugünkü Değer
NKD	: Net Kar Dağıtımı
NOPLAT	: Net Operating Profit Less Adjusted Tax: Net Faaliyet Karı - Düzeltilmiş Vergi
NSE	: Nigerian Stock Exchange: Nijerya Borsası
PD/DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
PP	: Phillips ve Perron Birim Kök Testi
ROA	: Return on Assets: Aktiflerin Getirisi
ROE	: Return on Equity: Özkaynakların Getirisi
ROIC	: Return on Invested Capital: Yatırılan Sermayenin Getirisi
SBC	: Schwarz Information Criterion
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBO	: Toplam Borç Oranı
TBOSO	: Toplam Borç/Öz Sermaye Oranı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TL	: Türk Lirası

TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TQO	: Tobin Q Oranı (Firmanın Piyasa Değeri)
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VAR	: Vector Autoregressive
WACC	: Weighted Average Cost of Capital): Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti



TABLolar DİZİNİ

Tablo 3.1. BİST’te Yer Alan Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	124
Tablo 3.2. BİST Endeksler	125
Tablo 3.3. Çalışmada Kullanılan Veriler.....	128
Tablo 3.4. Veri Setine Ait Tanımlayıcı İstatistikler	130
Tablo 3.5. Veri Setine Ait Korelasyon Matrisi.....	130
Tablo 3.6. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri Sonuçları	134
Tablo 3.7. Panel Birim Kök Testlerinin Sonuçları	136
Tablo 3.8. <i>F</i> Testi Sonuçları	139
Tablo 3.9. Hausman Testi Sonucu.....	140
Tablo 3.10. Panel Regresyon Analizi Sonuçları (Sabit Etkiler Yöntemiyle)	141
Tablo 3.11. Model Gecikme Uzunluğu Belirleme	147
Tablo 3.12. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Panel Nedensellik Testi Sonuçları.....	148

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Firmalarda Alınan Finansal Kararlar	14
Şekil 1.2. Finansal Kararların Firma Değerini Etkileme Kanalları	23
Şekil 1.3. Finansal Amaçlar	25
Şekil 1.4. Yapılarına Göre Finansman Kararları	29
Şekil 2.1. Ekonomik Faktörlerin Firma Değerine Etkileri.....	93
Şekil 2.2. Firma Değerini Etkileyen Sektöre Özgü Faktörler	94
Şekil 3.1. Panel Veri Analizlerinde Yöntem Seçimi.....	137
Şekil 3.2. Ters Karakteristik Polinomal Kökler Grafiği	147
Şekil 3.3. Nedensellik İlişkileri.....	148

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 3.1. BIST 100 Endeksinin Zaman İçindeki Trendi.....	126
Grafik 3.2. BİST'te Günlük İşlem Hacmi (Milyar TL)	126



ÖNSÖZ

Bu çalışma, işletmelerde finansal politikaların firma değerine etkisini ele almaktadır. Konu teorik, ülke verileri açısından ve ampirik olarak detaylı biçimde incelenmeye çalışılmıştır.

Menkul kıymetler borsaları, firmalara borç yükleri artmaksızın ek finansman sağladığı için yatırım ve üretim faaliyetlerini artırmada önemli bir yere sahiptir. Bu borsaların gelişmesi, ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyini artırarak, yüksek ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme trendi yakalanmasına olumlu yönde katkıda bulunmaktadır. Bu çalışmada üzerinde durulan “finansal politikaların firma değerine etkisi”, hem büyüme aşamasında olan firmalar, hem şirket birleşmeleri, hem de ülkeye gelecek doğrudan yabancı yatırımları açısından yaşamsal öneme sahiptir. Bu noktada yapılacak analizlere dayanılarak geliştirilecek politika önerilerinin, firma yöneticileri, borsa aracı kurumları ve ülkelerin ekonomi politikalarına yön veren karar erkleri açısından yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde benden desteğini esirgemeyen, değerli vaktini ve birikimlerini benimle cömertçe paylaşan değerli danışman hocam Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU, ayrıca değerli hocalarım Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ ve Prof. Dr. Mehmet Suphi ÖZÇOMAK'a ve bu zorlu süreçte gösterdikler ekstra fedakârlıklarla beni destekleyen sevgili eşime teşekkürü borç biliyorum.

Erzurum - 2020

Mehdi MİRHAJİ

GİRİŞ

Bu tez çalışmasının amacı; firmaların uyguladıkları finansal politikalarının, firma değeri üzerindeki etkilerinin incelemektir. Bu hususta hisse senetleri BİST imalat sanayi endeksinde işlem gören 82 tane firmanın, 2010-2019 dönemi verileri kullanılarak, panel veri analiz yöntemiyle finansal politikalarının, firma değeri üzerinde etkilerini ve aynı zamanda kullanılan oranlar ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığı ve bu ilişkinin yönü ve kuvveti belirlenmektedir.

Ekonomik büyüme ve kalkınma ve bu yolla refah artışı elde etme; tarih boyunca bütün ülkelerin en önemli hedeflerinden biri olmuştur (Derviş, 2003). 1800 lerin başlarında yaşanan Sanayi Devrimi öncesinde ülkelerin ekonomik büyümesi; sahip oldukları toprak, tarımsal üretim ve değerli maden miktarı ile ölçülürken, 1850 lerden sonra sanayi tesisleri, üretim kapasitesi, bu üretim için gerekli hammadde ve enerji kaynaklarına hâkimiyet ve ürünlerin satılacağı pazarlardaki etkinlik ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu süreçte, kitlesel (toplu, seri) üretim için ağır sanayi kuruluşlarının kurulması, bunun için de büyük finansal kaynaklara ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. İngiltere'deki Londra Borsası 1801 yılında kurulmuş (QNB, 2019), İtalya'daki Milano Borsası 1808 yılında faaliyete başlamış, 1824 – 1854 arasında Augsburg, Frankfurt, Viyana, Paris ve Lyon Borsaları aktif hale getirilmiştir (Güçlü, 2010: 11 – 12). Bu borsalar, firmalara sağladıkları fonlarla Sanayi Devriminin Avrupa'da gerçekleşmesine ve ülkelerin önemli ölçüde zenginleşmelerine önemli ölçüde katkıda bulunmuşlardır. Türkiye'de ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ancak 3 Ocak 1986'da faaliyete başlamıştır (Varlık, 2017: 262). Gelişmiş ülke borsalarının kuruluş tarihleri ile Borsa İstanbul (BİST)in kuruluşu arasında geçen süre, Avrupa ülkeleri ile Türkiye arasındaki gelişmişlik farkının nedenlerini de açık biçimde ortaya koymaktadır.

Finans kavramı özellikle son yıllarda, küresel ekonominin etki alanının genişlemesi, işletmelerin faaliyet alanlarının genişlemesi ve rekabet koşullarının ağırlaşması ile birlikte büyük önem kazanmıştır. İşletmeler artan rekabet koşulları içerisinde varlıklarını sürdürebilmek, faaliyetlerini aksatmadan yürütebilmek, yatırım yaparak büyümek ve firma değerlerini arttırmak durumundadırlar. Büyüme için gerekli olan yatırımlar, belirli bir fon teminini gerektirmektedir. İşletmelerin ihtiyaç duydukları fonların en uygun koşullarda temin edilmesi ve bu fonların en etkin biçimde

kullanılması gerekmektedir. İşte bu noktada finansal kararlar devreye girmektedir (Yücesoy, 2014:20).

Şirketlerin büyüyebilmeleri ve dış piyasalara açılabilmesi açısından, menkul kıymet borsaları yaşamsal öneme sahiptir. Bu borsalar sayesinde firmalar borç yüklerini artırmadan, sahiplik haklarının bir kısmını halka devrederek, ek finansman kaynaklarına erişebilmek te, bu kaynakları kullanarak yatırım ve üretim faaliyetlerini artırabilmektedirler. Gerek ilk halka arzlarda, gerekse sonraki dönemlerde gerçekleştirilecek ilave hisse senedi arzlarında, şirketlerin değerlerinin doğru tespit edilmesi, hem şirketlerin piyasadaki imajları ve marka değerleri açısından, hem de yerli ve yabancı yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Şirket değerlemesini; bu konuda yetkin aracı kurumlar yapmaktadır (TSB, 2019). Bu kurumların, şirketlerin piyasa değerini tespit ederken, geçerliliği/güvenilirliği ispatlanmış yöntemlerden yararlanmaları gerekmektedir (Aydın, 2012: 88 - 89).

Sermaye piyasalarına kayıtlı firmaların; tanınırlık, kârlılık, süreklilik ve pazar payını artırma gibi ortak amaçlarının yanında, şirketlerinin piyasa değerlerini yükseltmek de önemli bir hedeftir. Firmaların piyasa değerlerini etkileyen içsel ve dışsal birçok faktör bulunmaktadır. İçsel faktörler arasında; firma sahiplerinin/ortaklarının/yöneticilerinin vereceği finansman ve yatırım kararları, firmanın likidite oranı, kaldıraç oranları, verimlilik oranı, kârlılık oranı vb. sayılırken (Korkmaz ve Dilmaç, 2018: 180 -181), dışsal faktörler olarak; ülkenin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür (bunu temsilen ekonomik büyüme), firmanın içinde yer aldığı sektörün genel durumu, firmanın rakipleri, ulusal ve uluslararası ekonomik ve siyasi istikrar, alternatif yatırım araçlarının getirileri vb. akla gelmektedir (Yelgen ve Uyar, 2016: 54 - 58).

Bu noktada firmaların değerlerini etkileyen önemli bir faktör de firmaların uyguladıkları finansman politikalarıdır. İşletmelerin varlıklarını sürdürebilmek, artan rekabet koşullarına paralel olarak faaliyetlerini genişletmek ve değerlerini artırmak için gereksinim duydukları finansal kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, sahip olunan finansal varlıkların en uygun yatırım alanlarına yatırılması ve sonuçların kontrol edilmesi süreci olarak tanımlanabilen finans ve buna dönük olarak alınacak kararlar, finansal kararlar olarak adlandırılmaktadır (Escalera-Chávez, vd.

2015: 279). İşletmelerin almış olduğu finansal kararlar, hem işletmenin mevcut durumu hakkında bilgi vermekte, hem de gelecekle ilgili planlarını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla bu kararlar kredi verenler, yatırımcılar ve devlet gibi tarafları yakından ilgilendirmektedir (Pandey, 1984: 30).

1900'lü yılların başından itibaren firma kârının maksimize edilmesi olarak ifade edilen firma amacı, bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok tartışmaya konu olmuştur. Kâr kavramının tek başına bir anlam ifade etmediği, maksimize edilmeye çalışılan kârın, daha çok subjektif bir anlam taşıdığı görüşü kabul görmektedir (Crossan, 2011). Son yüzyıl içerisinde her alanda olduğu gibi finans alanında da çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Finansmanı, fon temin etme olanaklarını arama şeklinde tarif eden geleneksel görüş bir kenara bırakılarak, varlıkların yönetimi, kaynakların kullanımı ve firmanın bütün olarak değerlendirilmesi fonksiyonlarını da içine alan ve firmanın piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelen bir finansal yönetim kavramı benimsenmiştir (Toppr, 2019).

Firmaların değerinin oluşmasında, firma yöneticilerinin politika seçimlerin de önemli bir yeri bulunmaktadır. Eğer doğru finansman politikaları uygulanabilir ise, firmalar daha uygun koşullarda krediler bulabilmekte, halka arzlarda daha fazla sermaye elde edebilmekte ve bu yollarla büyümesini ivmelendirebilmektedir. Bu tez çalışmasında; firmaların uyguladıkları finansal politikalarının, firma değeri üzerindeki etkileri, hisse senetleri Borsa İstanbul'da (BİST) imalat sanayi endeksinde işlem gören (BİST 100 endeksine dahil olan) 82 tane firmanın, 2010-2019 dönemi verileri kullanılarak, panel veri analiz yöntemiyle analiz edilmiştir.

Çalışmanın güçlü yanları;

- Bu çalışmada firmaların finansal politikalarına yönelik teorik çerçeve detaylı bir şekilde incelenmiştir. Çalışmaya Türkiye'deki Borsa ile ilgili tarihsel ve güncel bilgiler eklenmiştir. Yerli ve yabancı çalışmalardan geniş bir literatür özeti eklenmiştir. Ulaşılabilen en geniş veri seti kullanılarak, oldukça detaylı bir panel veri analiz gerçekleştirilmiştir. Ayrıca firmalarda uygulanan finansal politikaların firma değerine etkisi ile ilgili literatürde daha önce uygulanmamış olan panel nedensellik testleri de uygulanarak, literatüre önemli bir katkı yapılmasına çalışılmıştır.

Çalışmanın sınırlılıkları;

- Analiz dönemi boyunca borsada işlem gören firmalarda sürekli değişikliklerin olması ve borsaya sonradan giren firmaların geçmiş dönem bilanço verilerine ulaşamaması, veri setinin derlenmesinde güçlükler doğurmuştur.

Veri setinin zaman boyutu yeterince uzun tutulmadığı için, daha ileri panel veri analizi yöntemleri (Örneğin; Yapısal kırılmalı panel veri analizi yöntemleri) uygulanmamıştır. Bu sorunu çözebilmek için, krizler, kukla değişkenlerle analizlere dâhil edilmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde, işletmelerde uygulanan finansal politikalar ve alınan kararlar, finansal politika kavramı ve finansal politikaların oluşturan unsurlar ele alınmıştır. İkinci bölümde, firma değeri ve şirket değerlendirme yöntemleri detaylı bir şekilde incelenmiştir ve literatür kısmında konuyla ilgili yapılmış çalışmaların özeti sunulmuştur. Üçüncü bölümünde, konuyla ilgili Türkiye ekonomisine ve analize dâhil edilen firmalara ait veriler, grafik ve tablolar yardımıyla incelenmiştir ve ekonometrik analiz yapılarak sonuç ve politika önerileri ile çalışma tamamlanacaktır.

Bu çalışmanın; içerdiği veri seti ve kullanılan ekonometrik analiz yöntemleriyle ilgili literatüre, analizlere dayanılarak geliştirilen politika önerileri ile firmalara ve ülke ekonomisine bir katkı sağlaması beklenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE UYGULANAN FİNANSAL POLİTİKALAR

Çalışmanın bu bölümünde; işletmelerde uygulanan finansal politikalar ile ilgili, konuya ışık tutacak tanım ve teorik bilgilere yer verilmiştir. Bu bölüm, tez çalışmasının daha kolay anlaşılabilmesine katkı sağlayacaktır.

1.1. İŞLETMELERDE UYGULANAN FİNANSAL POLİTİKALAR VE FİNANSAL KARAR TÜRLERİ

Bu kapsamda öncelikle finansın ve işletmelerde uygulanan finansal politikaların tanımı ve finansal karar türleri hakkında bilgiler verilmiştir.

1.1.1. Finansın Tanımı

İngilizcedeki finance kelimesinde Türkçeye giren finans; hanehalkı, firmalar ve kamu için gerekli parasal kaynakların (fonların) elde edilmesi ve yönetilmesi ile ilgili faaliyetleri ifade etmektedir (Koçyiğit, 2014: 5). Diğer bir ifadeyle; kişi veya kurumların, parasal gelirler elde etmeleri, yatırım yapmaları ve zaman içinde bu yatırımlarını değerlendirmeleri süreçlerinin bütünü, finansa kavramını oluşturmaktadır (Gündoğdu, 2018).

Kısaca finans; ihtiyaç duyulan fonların uygun şartlarda sağlanması ve etkin bir şekilde kullanılmasıyla ilgili faaliyetler bütünüdür (Zingales, 2015). Roberts (1998) ise finansı; ekonominin nakit akımları ve diğer fonlarla ilgilenen alt dalı olarak tanımlamaktadır.

1.1.2. Finansal Yönetim

Finansal fonların, en doğru kaynaklardan, en uygun şartlarda elde edilebilmesi ve en etkin (verimli) bir şekilde yönetilmesi ile ilgili faaliyetler, finansal yönetimi ifade eder (Kürthy, vd. 2018). Finansal yönetim; firmalar ve kamuya ait kurumlar için geçerli olduğu gibi hanehalkı için de geçerlidir. Ama günlük hayatta daha çok finansal

kaynakların profesyonel biçimde yönetilmesi anlamında kullanıldığı için bu konuda şirketler akla gelmektedir.

Finansal yönetimde esas hedef; fonların en az maliyetle elde edilmesi, doğru kullanılması, sağlam yatırım kararları, doğru varlık yönetimi politikalarıyla işletme sermayesinin etkin biçimde yönetilmesi ve bu yolla firma sahiplerinin kârını maksimize etmektir. Mevcut finans teorilerin çoğunda bu yaklaşım kabul edilse de bu fikre tam olarak katılmayan ve finansal yönetimin, şirket ortaklarına karşı olduğu kadar, kredi verenlere, işçilere ve kamuoyuna karşı da sorumlu olduklarını ifade eden araştırmacılar da bulunmaktadır (Van Horne, 1990; Taner ve Akkaya, 2005: 32).

Elbette ki finansal yönetim bir defalık bir süreci ifade etmemektedir. İşletmelere yeterli ve düzenli kaynak sağlanması, bu işlemler yapılırken sermaye maliyetlerinin en aza indirilmesi, sermaye tedarikçilerine, firma çalışanlarına ve sahiplerine adil, güvenilir ve tatmin edici düzeyde, düzenli getiri sunulması finansal yönetimden beklenen işlevlerdir (Saygın, 2017).

1.1.3. Finansman

Fransızca kökenli maliye anlamına gelen finans sözcüğünden üretilmiş olan finansman; fon tedarik etme kelimesinin Türkçedeki karşılığıdır. Aydın, Şen ve Berk (2012: 3) finansmanı; gereksinim duyulan fonların sağlanması işlemi olarak tanımlamaktadır. Kelimenin İngilizcedeki karşılığı *funding* olup, Hartwig (2006) finansmanı; bir proje inşa etmek için finansmanı sağlamaktan daha fazlası olarak tanımlamaktadır. Yazar, bir projenin finanse edilmesinin; farklı adımlara sahip, ilgili işlem tamamlandığında ve tüm faturalar ödendiğinde dahi bitmeyen bir süreç olarak kabul edilmesini gerektiğini ifade etmektedir.

Genel bir anlatımla finansman, işletmelerin özvarlıklarını güçlendirme işlemlerini ifade etmektedir (Zengin ve Ağ, 2016: 228). Günümüzde bu güçlendirme, finansal kiralama yöntemiyle de gerçekleştirilebilmektedir (Turan Kurtaran, 2016: 1)

1.1.4. Finansman Çeşitleri

Temel olarak; kişisel finansman, işletme finansmanı ve kamu finansmanı üç tür finansmandan bahsedilebilir. Bunlardan kişisel finansman; kişilerin veya ailelerin (hane

halkının) tüketim, sigorta, tasarruf ve yatırımları için gerekli fonların elde edilmesi süreçlerini ifade ederken, işletme finansmanı; bir işletmenin faaliyete geçebilmesi ve üretim faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan para ve diğer fonların temin edilmesi işlemleridir. Benzer şekilde kamu finansmanı kavramı da kamu kurum ve kuruluşlarının faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli parasal kaynakların temin edilmesi ile ilgilenmektedir (Ersoy, Çatıkkaş ve Soytürk, 2017: 13 - 14).

Kurumsal finansman, bir işletmenin finansmanla ilgili kararları, şirketin kararlarının oldukça önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Kurumsal finans sadece şirketler için değil, tüm işletmeler için geçerlidir. Kurumsal finansmanın ana hedefi; yatırım, finansman ve temettü hakkında en iyi kararları vererek, şirketin değerini ve kârlılığını en üst düzeye çıkarabilmektir. Diğer bir ifadeyle finansman kararları; işletmelerin giderleri en aza indirmek ve gelirlerini en üst düzeye çıkarmak için sahip oldukları/ulaşabildikleri kıt kaynakları nasıl değerlendirmeleri gerektiği üzerinde durmaktadır. Şirketlerin yeni kaynaklar elde edebilmek için; hisse senedi veya tahvil ihracı, yeni ortaklıklara girişmesi, öz sermayesini artırması, sahip olduğu gayrimenkullerin bir kısmını satması/kiraya vermesi veya banka kredileri kullanması arasındaki optimum kararı vermek, finansman uzmanlarından beklenen temel görevdir. Benzer şekilde elde edilen fonların en verimli biçimde kullanılması, erişilen karların yeni yatırımlarda kullanılacak kısmı ile hissedarlara dağıtılacak miktarı arasındaki ayrımın doğru yapılması da önemli finansman kararlarından (Villalonga, 2014: 6-7).

1.1.5. Finansal Sistem

Finansal sistem; bir ekonomideki belirli kişi veya kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, çeşitli fonksiyonları beraberce yerine getirmek üzere bir araya gelmeleri ile oluşan bir bütündür (Afşar, 2007: 188).

The Economist Dergisine göre finansal sistem; bankalar, emeklilik fonları, sigorta fonları, ulusal düzenlemeler, merkez bankaları, hükümetler, IMF (International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu), Dünya Bankası ve çok uluslu şirketlerin de içinde yer aldığı oldukça geniş kapsamlı bir yapıdır (The Economist, 2019).

1.1.6. Finans Tarihi

Finansal işlemler, 1800'lerde Londra Borsasının kurulması ile başlamış olmakla birlikte, ilk dönemlerde ekonomi bilimi içinde değerlendirilmiş/incelenmiştir. 1900 lerin başlarında ekonomi içinde ayrı bir bilim dalı olarak ele alınmaya başlanmıştır. Özellikle 1800'lerin başlarında yaşanan Sanayi Devrimi ile birlikte büyük şirketlerin kurulup, işletilebilmesi için yüksek miktarda fonlara ihtiyaç duyulması, finans sektörünün doğmasına ve hızla büyümesine zemin hazırlamıştır. 1900'lerin başına petrolün ulaşımında ve üretimde kullanılmaya başlanması, 1903'te Ford'un seri üretimle otomobil sektörüne hız vermesi, yaşanan I. ve II. Dünya Savaşları nedeniyle ülkelerin yüklü miktarlarda borçlanma gereği duymaları, finans sektörünün gelişimini hızlandırmıştır (Higgins, 1949). Ancak finans sektörünün asıl gelişimi, 1950'lerden sonra yaşanmıştır. Çünkü II. Dünya Savaşının sona ermesiyle birlikte ülkeler yeniden imar edilmeye ve sanayi tesisleri hızla kurulmaya başlanmış, uluslararası ticareti düzenlemek üzere Dünya Ticaret Örgütü, dış borçlarını ödemekte zorlanan ülkelere teknik ve maddi destek sağlamak üzere IMF hayat geçirmiştir.

Dünyadaki finansal yapılanma ve örgütlenme süreci, II. Dünya Savaşı sonrasında 1944 yılında oluşturulan Bretton Woods sistemiyle başlamıştır. Bu sisteme göre; ABD Doları altına, diğer ülke paraları da ABD dolarına bağlanacak ve bu yolla dünyada parasal istikrar sağlanıp, dış ticarete finansal işlemlerin kolaylaşması hedeflenmiştir (İgwe, 2018).

1945 sonrası dönemde çok uluslu şirketler dünyanın farklı ülkelerinde yatırım ve üretim faaliyetlerine başlamıştır, ülkeler sermaye piyasalarını hızla liberalize etmeye (serbestleştirmeye, dış dünya ile entegre etmeye) başlamışlardır. Bu süreç, finansal piyasalarda küreselleşme ve işlem hacminin hızla artmasını da beraberinde getirmiştir (Gabriela, 2013: 309 - 311).

1900'lü yılların başlarında şirketlere daha fazla sermaye sağlamaya çalışan finansal yöneticilerin asıl görevi; yeni krediler bulmak ve hisse senedi arzlarını koordine etmek iken, 1930'larda tahvil ihracı da finansal enstrümanlar arasında yer almaya başlamıştır. 1929-1933 döneminde ABD'de başlayıp, bütün dünyaya yayılan ve etkisi 4 yıldan fazla süren Büyük Buhran ile birlikte finansman literatüründe; likidite, iflaslar ve firmaların yeniden organize edilmesi konuları ön plana çıkmaya başlamıştır (Grusky,

Western ve Wimer, 2012). Finans alanındaki yasal boşlukların doldurulması 1940 – 1950 döneminde gerçekleşmiş, bu dönemde aynı zamanda finansman sayısal ve ölçülebilir hale gelmiş, *Aktif Yönetimi* ve *Değer Teorisi* üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu dönemde *nakit akımları* daha büyük önem kazanmıştır (Ertuğrul, 2008a: 200 – 201).

1952 yılında Harry Markowitz tarafından yazılan Portföy Seçimi yazısı, finansal yönetimde ve finansal karar alma süreçlerinde yeni bir dönüm noktası olmuştur. 1990 yılında Markowitz Nobel ödülü de kazandıran Modern Portföy Teorisi; aynı risk seviyesinde yüksek getirili, aynı gelir seviyesinde düşük riskli menkul kıymetlerin portföye dâhil edilmesiyle, mümkün olan en yüksek getirili ve en az riskli menkul kıymetler seçilerek, belirli risk seviyelerinde, yatırımcıların kârlarını nasıl en yüksek seviyeye çıkarabilecekleri üzerinde durmaktadır (İskenderoğlu ve Karadeniz, 2011: 237). Risk – getiri teorisi ve portföy yönetiminin gelişmesi de yine 1950’li yıllarda hız kazanmıştır (Yiğiter ve Akkaynak, 2017). 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller İn geliştirmiş olduğu *Sermaye Yapısı Teorisi* de firmaların sermaye yapısının, firma değeri üzerindeki etkileri konusunda finans teorisine önemli katkılarda bulunmuştur (Gözen, 2017: 429).

1960’lı yıllarda matematiksel modellerin cari ve sabit aktiflere uygulanma başlanması, bilgisayar teknolojilerinde ve ekonometrik analiz tekniklerinde yaşanan hızlı gelişimle birlikte, risk analizi, sermaye maliyeti ve temettü politikalarında ve karar verme süreçlerinde sermaye bütçesi kararı analizlerinin önem kazandığını görülmektedir. Yine aynı yıllarda matematik optimizasyon modellerinin değer teorisine cari ve sabit aktiflere uygulandığını görülmektedir. 1970’li yıllarda ortaya çıkan ve firmaların toplam değerini maksimize etmek için gerekli olan aktif – pasif yöntemi, 1980’li yıllarda da gelişmeye devam etmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 6). William Sharp tarafından 1966 yılında geliştirilen *Sharpe Performans Ölçütü* ve 1970 yılında geliştirilen *Sermaye Değerleme Modeli* finansal yönetimdeki ve portföy tercihlerindeki riskin ölçülmesi ile ilgili teorik ve kapsamlı sistemlerin geliştirilmesine önemli katkılar sağlamıştır (Güçlü, 2007: 28).

1944 yılında uygulanmaya başlanan Bretton Woods sistemi 15 Ağustos 1971’de dağılmıştır. Bu durum, finansal sistemde çok hızlı değişimlere ve belirsizliklere neden

oluşmuştur. Çünkü 1970’li yıllara kadar sabit kur sistemiyle gelmiş olan dünya ülkeleri, dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte, kur riski olgusuyla tanışmış ve bu süreci yönetmekte çok zorlanmışlardır. Uluslararası finans sistemindeki değişim, döviz cinsinden bir varlık üzerine alım - satım ya da işlem yapan firmaları iki şekilde etkilemiştir. Birincisi, varlığın değeri ile ilgilidir. İkincisi ise, döviz kurunda meydana gelen değişimden kaynaklanmaktadır. Özellikle reel sektörde faaliyet gösteren firmalar, döviz cinsinden risklerini belirlemede ve ölçmede, gerek teknik altyapı gerekse uzman personel açısından oldukça yetersiz kalmışlardır. Dolayısıyla, finansal piyasalarda meydana gelen en küçük bir değişimden ya da belirsizlikten kolayca etkilenmişler ve bu etkilerden kendilerini koruyamamışlardır (Kayahan ve Topal, 2009: 180).

1980 sonrası dönemde finansal tablolar analizi büyük önem kazanmış ve bilgisayar, finans alanında yoğun biçimde kullanılmaya başlanmıştır. 1980’li yıllarda Arjantin ve Brezilya gibi Latin Amerika ülkelerinde yaşanan borç krizleri nedeniyle sık sık yükselen faiz oranları karşısında, finansal portföy yöneticileri, varlıkların yönetiminde daha atak davranmak zorunda kalmışlardır (Yavaş, 2007: iv). 1980’li yıllar aynı zamanda dünyada finansal liberalizasyon faaliyetlerinin ve buna bağlı olarak uluslararası sermaye hareketlerinin de arttığı bir dönem olmuştur. Buna 1978’de Çin’in dışa açılmaya başlaması, 1990’da Sovyetler Birliğinin yıkılması ve 1991’de Hindistan’ın dünyaya açılmaya karar vermiş olması da eklenince, dünya genelindeki finansal entegrasyon hız kazanmıştır (Özsoylu ve Algan, , 2011: 24-28). 1980’li yıllarda sıkça yaşanan döviz kuru ve faiz şoklarından korunabilmek için portföy yönetiminde risk yönetimi ve riskten korunma ön plana çıkmış, bu amaçla; opsiyon, swap, future işlemleri ve forward anlaşmaları gibi türev ürünler geliştirilmeye başlanmıştır. Finansal kararların alınmasında bilgisayar teknolojisi, büyüyen bir oranda ve hızla kullanılmaya başlanmış ve aktif - pasif yönetimi önemini arttırmaya devam etmiştir (Çonkar ve Ata, 2002: 16).

1990’lı yıllarda yaygınlaşmaya başlayan internet kullanımı, *Yeni Ekonomi* kavramını ortaya çıkarmıştır (Ata, 2009: 27). 2000 yılı sonrası dönemde birçok finansal işlem, ticari satışlar ve diğer finansal faaliyetler internet kullanılarak yapılabilmektedir. İnternet kullanımı, finansal işlemlerde adeta bir devrim yaratmıştır. İnternet sayesinde firmaların Araştırma ve Geliştirme (Ar & Ge), üretim ve pazarlama faaliyetlerinin yönetimi, finansal işlemler, firma – müşteri ilişkileri önemli ölçüde kolaylaşmış ve

hızlanmıştır. İnternet sayesinde firma yetkilileri, masa başından kalkmadan dünyanın farklı yerlerinde yatırım yapma, finansman edinme ve mevcut finansal kaynaklarını yönetme olanağına kavuşmuştur. İnternet kullanımı aynı zamanda firmalar üzerindeki denetleme faaliyetlerini de olağanüstü biçimde kolaylaştırmıştır¹ (Turan ve Ergin, 2017: 14 - 15).

1.1.7. Finansal Politikalar

Finansal politikalar; bir işletmenin, belirlenen hedeflere ulaşabilmesi için finansal kaynakların yönetilmesi süreçlerini ifade etmektedir. Kısaca fon kaynaklarının belirlenmesi, kredi-özkaynak bileşimine karar verilmesi ve sermaye maliyetlerinin minimize edilmesi doğrultusunda uygulanan tüm politikalar, finansal politikaların birer çeşididir (Ceylan, 2011).

Gelişmekte olan finansal politikaların amacı, firma değerini çoğaltmak ve finansal kararlarını yönetmek için kurumsallaştırılmış kontroller oluşturmaktır. Tüm kuruluşlar için ortak olan çeşitli finansal politikalar vardır. Bütçeleme, gelir takibi, harcamaların yönetimi, seyahat politikaları, varlık yönetimi, maaş ve ikramiye, finansman, yatırım ve temettü kararları vb. bunlar arasında sayılabilir. Finansal politikaların sürekli olarak geliştirilmeye, gözden geçirmeye, test edilmeye, firma sahibi ve diğer paydaşlara ve belgelendirmeye ihtiyacı vardır. Bu yolla tutarlı, uygulanabilir ve şeffaf kurumsal finansal politikalara erişilebilir (Goodwin, Kaggwa ve Malebo, 2012). Finansal politikalar, yasal bir zorunluluk olmayıp, önemli finansal işlemlere kılavuzluk eden ilke ve uygulamalar bütünüdür. İyi bir finansal politika belirlenirken, adil, yasal, kapsamlı, gerçekçi ve uygun maliyetli olmasına dikkat edilmeli, şeffaf ve hesap verebilir olmalıdır. Bir finansal politika oluşturmaya karar verirken, izlenecek belirli adımlar vardır (Niepel, 2014):

- i. Politikayı kimin oluşturması gerektiğine karar verilmelidir. Yeni bir politika oluşturma sorumluluğu olanların, bu politikaları benimseme ve uygulama olasılığı da yüksek olmalıdır.

¹ Örneğin; günümüzde bankaların gün sonu hesap özetleri ve kasa durumları anında Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK) ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından görülebilmek te ve gerektiğinde müdahalelerde bulunabilmektedir.

- ii. Bir finansal politika geliştirmek için; yeterli bilginin toplanmış olması, farklı senaryoların ve alternatiflerin göz önünde bulundurulması ve muhtemel riskler/hatalar durumunda uygulanabilecek alternatif çözüm yollarının hazır bulundurulması gerekmektedir.
- iii. Politikayı geliştirmek, uygulamak ve hataları giderebilmek için ve belirli bir zaman süreci (timeline) planlanmalı ve bu sürece sadık kalınmalıdır.

Finansal politikaların amacı; finansal ve ticari hedefler oluşturmak, geliştirmek, finansal kararlar vermek, firmanın mali durumunu raporlamak ve kurum fonlarını yönetmektir (Makarios, 2019).

İşletme yöneticilerinin işletmeyi genel ve özel amaçlara hizmet edecek bir biçimde yönetebilmeleri için çeşitli kararlar almaları (finansal politikalar uygulamaları) gerekmektedir. Bu politikalar içerisinde en önemli yeri, finansal politikaları yer tutmaktadır (Marko, 2013: 14).

Gerekli finansal kaynakların nereden sağlanacağı, elde edilen bu kaynakların nerede ve nasıl kullanılacağı, yapılan işlemler sonucunda elde edilen gelirlerin hangi alanlarda değerlendirileceği ile ilgili politikalar, finansal kararlarını oluşturmaktadır (Dinçer, Yüksel ve Hacıoğlu, 2017: 6 - 8).

1.1.8. Karar ve Karar Verme Kavramları

Genel olarak karar kavramı; sonuca bağlanması gereken herhangi bir durum, çözülmesi gereken bir sorun veya yönlendirilmesi gereken bir iş ile ilgili düşünerek, tartışarak verilen son ve kesin yargı olarak tanımlanabilir (TDK, 2019). Lamba (2014) kararı; bir fiil için gerekli olan bileşenlerin tanımlanması ile başlayan ve ilgili eylem için özel bir yargının oluşmasıyla sona eren dinamik etmenler ve işlemler serisi olarak tanımlanmıştır. Eren (2011) ise karar verme olgusunu; farklı hedeflere ulaşabilmek için, bu hedef istikametinde kullanılabilir araçlar, yollar ve imkanlar arasında tercihler yapılmasıyla ilgili zihinsel, bedensel ve duygusal süreçlerin toplamı şeklinde ifade etmiştir. Bununla beraber, bilimsel çalışmalarda karar verme olgusuna yönelik en genel tanımlamanın; amaçlara ulaşabilmek adına farklı alternatifler arasından bir tercih yapılması süreci olduğu söylenebilir (Cunliffe, 2008: 16; Armesh, 2010: 483; Daft,

2010: 452). Çavuş ve Biçer (2016: 47)'ye göre karar vermek; yönetim faaliyetlerinin temelini oluşturmaktadır.

Yönetim; bir kısım hedeflere ulaşabilmek için başta insanlar olmak üzere finansal kaynakları, fiziksel imkanları ve zamanı, birbirleriyle uyumlu ve verimli kullanılabilecek karar alma ve uygulama süreçlerinin toplamı şeklinde ifade edilmektedir (Choo, 1996: 332; Adler, 2002: 30; Baba ve Hakemzadeh, 2012: 833). Yönetim süreçleri arasında en yaşamsal öneme sahip faaliyetin karar verme çalışmaları olduğu, günümüz iş dünyasında ve bilimsel çalışmalarda da sıklıkla dile getirilmektedir (Çavuş ve Pekkan, 2017).

1.2. FİNANSAL KARARLAR

İşletmeler tarafından gelecek dönemlerle ilgili olarak alınan tüm kararlar, finansmanın ve finansal yapının bir parçasıdır. Finansal karar ifadesi; firmalarda alınan finansal kararlar ve bireylerin finansal kararları olarak iki şekilde incelenebilir. Kişiler açısından finansal kararlar; tasarrufların değerlendirilmesi veya ihtiyaç duyulan finansal varlıkların sağlanması gayesiyle kişilerin, finansal kuruluşlarla olan ilişkilerdir. İşletmeler açısından finansal kararlar ise; sahip olunan veya temin edilen finansal varlıklar ve bu varlıkların dönen veya sabit varlıklara yatırılması süreçlerini içeren kararlardır (Coropp vd. 2014).

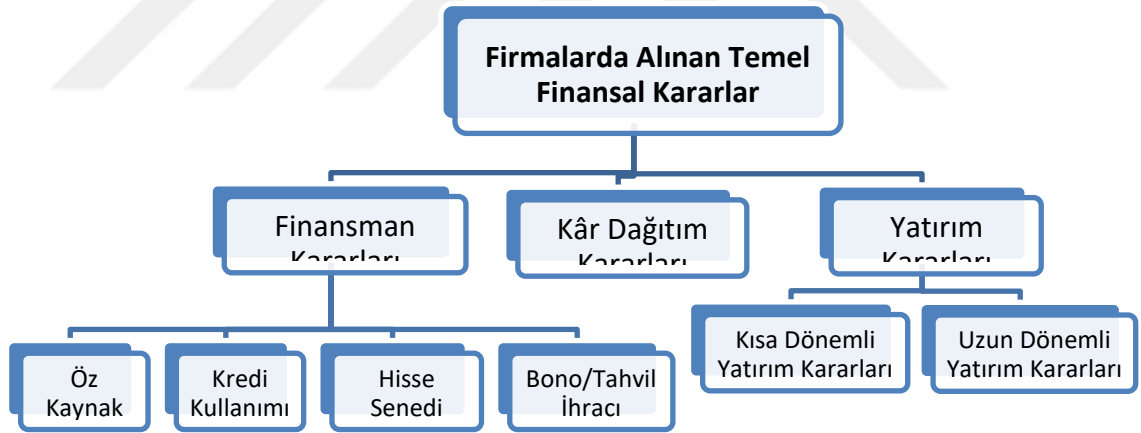
Literatürde finansal kararlarla ilgili yer alan araştırmalar çok olmasına karşın, firmaların finansal karar alma süreçlerini ve bu kararların etkilerini inceleyen çalışma sayısının görece az olduğu dikkati çekmektedir. Günümüz firmalarına bakıldığında bu konuda geleneksel finansal yönetim stratejilerini esas alan değişik uygulamaların var olduğu görülmektedir. Geleneksel finansman modelleri, gerçek dünyadaki işleyişin basite indirgenmesi ile ulaşılan modellerdir. Bu modellerin doğrudan firmalara uygulanması, yanlış işlemlerin yapılmasına neden olabilecektir.

Firmalarda eksik bilgi koşullarında alınan kararların büyük çoğunluğunun belirsizlikler ve yüksek riskler içerir. Bu kararlar sonucunda, şirketlerde görev yapan yönetici veya diğer kişilerin, aldıkları kararlarda bazen rasyonel olmayan tercihler de yapabildikleri görülmektedir. Rasyonellikten uzaklaşmanın temel nedeni; duygular,

davranışsal önyargılar, sezgiler veya hevristikler² gibi psikolojik faktörlerdir (Kahneman vd. 1991; Camerer ve Loewenstein, 2004). Rasyonel olmayan finansal davranışlar, sistematik (yinelenen) hataların yapılmasına da neden olabilmektedir (Shao ve Wang, 2013: 184).

1.2.1. Finansal Karar Çeşitleri

İşletmelerde genel olarak üç önemli finansal karar grubu vardır. Finansın fonksiyonları olarak da adlandırılabilir bu kararlar; finansman kararları, yatırım kararları ve kâr dağıtım kararlarıdır. Kısaca, ihtiyaç hissedilen fon miktarı ve bu fonların temin edileceği kaynakların belirlenmesi ve elde edilecek bu kaynakların hangi alanlarda kullanıldığı şeklindeki finansal kararlar firmalar açısından yaşamsal öneme sahiptir. Finansal kararlar; yatırım, finansman ve kar payı dağıtımını olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Dayananda vd. (2002) bu kararları Şekil 1.1’de görüldüğü gibi özetlemiştir.



Kaynak: Dayananda vd. (2002: 2)’den alınıp, tarafımızdan genişletilmiştir.

Şekil 1.1. Firmalarda Alınan Finansal Kararlar

Şekil 1.1’e göre firmaların vermeleri gereken üç temel finansal karar bulunmaktadır: Bunlardan ilki; finansman kararları olup, daha firmanın kurulum aşamasında ve işletme döneminde gerekli olan fonların nereden elde edileceğine karar

² İngilizcedeki *heuristic* kelimesinden Türkçeye geçen bu kavram; sezgisel bir teknik olup, en uygun, kusursuz veya rasyonel olduğu garanti edilmeyen ancak hedeflere kısa vadede ulaşılmasını sağlayan pratik bir yöntem olup, problem çözme veya kendini keşfetmeye yönelik herhangi bir yaklaşımdır (Tekin, 2018).

verilmesi gerekmektedir. Burada akla gelen dört temel yol bulunmaktadır; firma sahibinin/ortaklarının bu iş için ortaya koydukları kendi öz sermayeleri ve bankalardan kredileri, bu aşamada ilk erişilebilecek fonlardır. Zamanla firmanın belirli bir büyüklüğe ve tanınırlığa erişmesinden sonra, gerekli diğer koşulları da sağlaması şartıyla, menkul kıymetler borsalarına açılmaları ve burada hisse senedi ihraç ederek (belirli bir sahiplik hakkını küçük parçalar halinde halkla ve diğer yatırımcılarla paylaşarak) ya da yine menkul kıymet borsaları üzerinden borçlanma kâğıtları (bono/tahvil³) ihraç ederek yeni fonlara erişebilirler. Firmalar elde ettikleri kârları, ortaklarına dağıtabilirler ya da tekrar (ek) yatırımlarda kullanabilirler. Karlarla gerçekleştirilen finansmana, otofinsanman adı verilmektedir (Ekodialog, 2012).

Genel kabul gören görüşe göre; işletmelerin amacı, şirket sahiplerinin/hissedarlarının gelirini ve firma değerlerini en üst düzeye çıkarmaktır. Firmalar bu amaçlarına ulaşabilmek için önemli finansal kararlarını, olabildiğince başarılı bir şekilde vermelidirler (Tekin, 2016: 171). Bu noktada finansal karar verme süreçleri büyük öneme sahiptir.

Finansal kararlar; işletmenin büyüklüğünden (işlem hacminden, piyasa değerinin büyüklüğünden), çalışan personel sayısından, sermaye yapısından (yerli veya yabancı yatırımcılara ait olmasından, ortaklık yapısından), faaliyet gösterdiği sektör den, devletten, yasalardan ve vergilerden etkilenmektedir. Şekil 2’de de yer aldığı üzere; işletmelerde alınan finansal kararlar; finansman, yatırım ve temettü (kâr dağıtım) kararları olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

1.2.2.1. Finansman Kararları

Finansman kararları, ihtiyaç duyulan fonların uygun bir borç-özsermaye bileşimi ile temin edilmesini içermektedir. Bu kararlar, firma değerini ve kârlılığını en yüksek düzeye çıkaracak şekilde, borç ve öz kaynakların uygun bir bileşiminin seçilmesi ve elde edilen fonlarla ilk yatırım ve işletme sermayesinin elde edilmesi sürecinde verilecek kararlardır. Bu finansal kararların, yapılan yatırımların değeri ve varlıkların niteliğine göre finansmanını uygun hale getirmesi amaçlanır. Finansman, yatırım ve

³ Vadesi bir yıla kadar olan borçlanma kâğıtlarına bono, vadesi bir yıl veya daha uzun olan borçlanma kâğıtlarına da tahvil adı verilmektedir (Osmanlı Menkul Kıymet, 2019).

işletme sürecinin en önemli parçası olarak kabul edilebilir. Yatırım kararları işletme bilançosunun aktif tarafını ilgilendirirken; finansman kararları bu varlıkların toplamını ve bileşimini elde edebilmek amacıyla lazım olan fonların temin edileceği kaynakların ve temin şartlarını tespit etmeye yönelik kararlardır (Karadeveci, 2004: 109).

Finansman kararları, verilen yatırım kararlarını gerçeğe dönüştürebilmek için ihtiyaç duyulan fonların, hangi kaynaktan ve ne kadar süreyi kapsayacak biçimde temin edileceğinin belirlenmesine, yani bilançonun pasif yapısının oluşturulmasına yönelik kararlardır (Bolak, 2010: 223).

Firmaların varlığını sürdürülebilmesi ve başarılı olabilmesi için ihtiyaç duydukları fonların, doğru kaynaklardan ve en uygun koşullarla elde edilmesi, finansal yöneticilerin yetki ve sorumluluk alanına girmektedir (Malmendier ve Tate, 2008: 22). Firmaların sermaye gereksinimleri, kısa ya da uzun vadeli olarak, iç veya dış kaynaklarda ya da bunların bir karması ile karşılanabilmektedir. Finans yöneticileri, finansmanın nasıl karşılanacağına yönelik kararları verirken; firmalarının özelliğine, içinde faaliyet gösterdikleri sektörün ve genel ekonominin koşullarına bağlı olarak fon maliyetlerini ve risk faktörlerini iyi hesaplamak durumundadırlar. Firmaların finansman temin edebileceği alternatif kaynaklar arasından seçim yapılırken, farklı finansman kaynaklarının maliyetlerinin, risk ve düzeylerinin bireysel olarak ve bir arada analiz edilmesi gerekmektedir. Finansman kararları, işletmelerin yatırım, üretim ve büyüme stratejilerini de etkilediği için sürekli olarak analiz edilmeli, geliştirilmeli ve kontrol edilmelidir (Shefrin, 2007: 6 – 8).

Şirketin ek sermayeye ihtiyaç hissetmesi durumunda; finansman yöneticileri, bu fonların borçlanmayla mı özsermaye kullanımıyla mı gerçekleştirileceğine karar vermelidirler. Borçlanma kararı alıyorsa, bu borcun hangi piyasadan ve ne şekilde temin edileceği kararı da yine finansman yöneticisinin sorumluluk alanına girmektedir. Borçlanma kararlarının alınması, firma içi ve firma dışı birçok faktörden etkilenen, oldukça karmaşık bir süreçtir. Borçlanmalardaki geçerli olacak faiz oranları, şirketler, sektörler ve ülkeler arasında değişiklik gösterebilmektedir. Hatta aynı ülkede, farklı zamanlarda gerçekleştirilen borçlanmalar için de farklı faiz oranları söz konusu olabilmektedir. Borçlanma oranlarını belirleyebilmek, stratejik bir karar olup, en uygun borçlanma türünü belirleyebilmek ve bu borçları yönetebilmek, taktiksel olarak çok

önemli kararlardır. Finansal karar verme sürecindeki çabaların birçoğu, borç ile özsermaye bileşimlerini temsil eden sermaye bileşiminin optimum oranının belirlenmesine yöneliktir (Myers ve Majluf, 1984: 188-189).

İhtiyaç duyulan finansmanın yeniden hisse senetleri ihraç ederek elde edilmesi, şirketlere yeni hissedarların gelmesine, yönetimin kontrol gücünün dağılmasına ve hisse başına dağıtılabilecek kâr miktarının azalmasına sebep olabilmektedir. Ayrıca, bazı durumlarda yeni hisse senedi ihraç etmenin maliyeti, kredi kullanmaya göre daha yüksek olabilmektedir. Diğer yandan, kredi (borç) kullanımı, firmalara vergi muafiyeti de kazandırmakta ve bu yönüyle ek bir avantaj da sunmaktadır. Ancak borçlanma yoluyla sağlanan finansmanlar, şirketlerin kaldıraç oranlarını, finansal risklerini ve dolayısıyla toplam risklerini arttırabilmektedir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirmemesi ve tasfiyesi (iflas etmesi) durumunda, elde kalan varlıklarla yapılacak ödemelerde, alacaklıların öncelik hakkına sahip olması sebebiyle, bu riskler hisse senetlerinin sahiplerine devredilmektedir. Bu sebeple, hisse senedi ihracı yoluyla finansman temin etmek, yatırım sahipleri tarafından olumsuz bir sinyal olarak değerlendirilebilmektedir. Bu da, şirketlerin piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarını olumsuz yönde etkileyebilecektir (Kandil, 2009: 13). Ayrıca, kısa vadeli nakit akışının nasıl yönetileceğine ilişkin kararlar verilmesi de gerekecektir. Genellikle faaliyetlerin yürütülmesinde, firma kasasına nakit girişi ile nakit çıkışı arasında bir zaman tutarsızlığı söz konusu olmaktadır. Yani; firmalar yatırım yaparken, üretim için gerekli hammaddeleri temin ederken ödemelerini hemen yapmakta, ancak bunların üretime ve gelire dönüşmesi belirli bir zaman almaktadır (Marko, 2013).

1.2.2.2. Temettü Kararları

Temettü ya da kâr dağıtım kararları; firmanın gerçekleştirdiği faaliyetler sonucunda elde ettiği kârların ne kadarının ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının yeni yatırımlarda kullanılacağı ile ilgili kararlardır (Damodaran, 2001). Yani temettü kararları, elde edilen kârların hissedarlara dağıtılacak kısmı ve dağıtım şekliyle ilgili

kararları içermektedir⁴. Firmaların temettü dağıtımları, menkul kıymetler borsalarındaki hisse senetlerinin değerlerini de olumlu yönde etkilemektedir.

1.2.2.3. Yatırım Kararları

Firmalar faaliyetlerine devam ediyorken, yurtiçinde veya yurtdışında yeni yatırımlar yapılması ile ilgili kararlar da önemli finansal kararlardır. İşletme bilançosunun aktif tarafını yani varlıklar bölümünü ilgilendiren yatırımlar, firmaların üretim ve istihdam hacmini ve muhtemel kârlılığını artıran önemli adımlardır. Yatırım kararları, fonların değişik varlıklar veya faaliyetler arasında paylaşılmasını içeren kararlardır.

Yatırım kararlarının en önemli bölümü; alternatif projelerin değerlendirilmesi ve seçimi ile ilgili olan kısımdır. Yatırımlara yönelik karar verme süreçlerinde; fırsat maliyetleri (alternatif maliyetler⁵), oyun teorileri⁶, ülkenin içinde bulunduğu konjonktür, sahip olunan ve açılması planlanan pazarlar, müşteri talepleri, tüketici taleplerindeki yeni trendler ve sahip olunan beşeri sermaye, sabit sermaye stoku ve teknoloji düzeyi eşanlı olarak göz önünde bulundurulmalı, fizibilite çalışmaları eksiksiz biçimde yapılmalıdır.

Yeni yatırımların seçilmesi yanında işletmenin mevcut varlıklarının etkin biçimde kullanılması da yatırım kararları içinde değerlendirilmektedir (Demir ve Coşkun, 2009: 2). Yatırım kararları, işletmelerin elde ettikleri sahip oldukları yeni finansal kaynakları hangi alanlarda değerlendirdiklerini göstermektedir.

⁴ Örneğin; Türkiye’de 17.12.2019 tarihinde BBDK bankalara temettü (kâr payı) dağıtımlarını tavsiye etmiştir. Bu durumun neden; ekonomideki yavaşlama ve buna karşın bankaların özkaynak yapılarının güçlü tutulmasına yönelik ihtiyatlı politikaların sürdürülmesinin gerekliliği olarak açıklanmıştır (Bloomberght, 2019).

⁵ Fırsat maliyetleri ya da diğer ismiyle alternatif maliyetler; bir şeye karar verildiğinde, kaçırılan en yüksek getirili alternatif kararın kaybettireceği getirilerdir (Eruygur, 2011). Örneğin; bir evi boş bekletmek yerine, kiraya vererek ayda 1000 TL gelir elde edilebilecekse, bu evi boş bekletmenin fırsat maliyeti ayda 1000 TL gelirdir.

⁶ Oyun Teorisi; Matematiksel sosyal bilimlere uyarlanan bir teori olup, alternatif kararların neden olabileceği kar ve zararları ortaya koymada elverişli bir araç konumundadır (Yılmaz Genç ve Kadah, 2018).

1.2.2. Finansal Kararların Tarihçesi

Ekonomik koşulların hızlı değişimi ve gelişimi, finans yöneticilerini karar alma sürecinde hızlı hareket etmeye mecbur bırakmak ile beraber, karar ve etki alanlarını da genişletmiştir. 1930 lardan sonra finans piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören kıymetli varlıklara yönelik araştırmalar ve fonlama konusundaki çalışmalar yoğunluk kazanmıştır. 1929 – 1933 döneminde etkili olan Büyük Bunalım nedeniyle hisse senetlerinin değerleri önemli ölçüde düşmüş, şirketler kredi borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve bir dizi iflaslar yaşanmıştır. Bu nedenle krizi takip eden yıllarda işletmeler finansal yapılarını güçlendirmeye yönelmişlerdir. 1940'lı ve 1950'li yıllarda yalnızca fon teminine değil, bu fonların kullanım biçimine de önem vermeye başlanmış ve bu konuda yeni ölçme/değerlendirme yöntemleri geliştirilmiştir. Ayrıca sermayenin maliyetini ölçme işleminde ve finansal varlıkların değerinin belirlenmesinde kullanılacak yeni yöntemler de bu dönemde sonra kullanılmaya başlanmıştır. Bunlardan en önemlisi olan iskonto edilmiş nakit akışları tekniği, sermaye bütçelemesi alanlarında kullanılmaya başlanmıştır. 1960'lı yıllarda, sabit aktiflerle dönen aktiflerin dağılımında optimizasyon imkanı sağlayan yeni istatistiksel ve matematiksel modeller kullanılmaya başlanmıştır. Bu eğilimler, daha sonraki dönemlerde de devam edip, firmaların değeri ile ortaklarının refahının maksimizasyonunda risk faktörlerini dikkate alan modellerin geliştirilmesi istikametinde önemli gelişmeler yaşanmıştır.

1980'li yıllarda, finansal kararların alınması süreçlerinde bilgisayar uygulamaları daha yoğun biçimde devreye girmiştir. Sermayenin ülkeler arasındaki dolaşım hızı, başka ülkelerde doğrudan sermaye yatırımları ve portföy yatırımları yapılabilmesi de bu dönemde artmıştır. 1990 sonrası dönemde dünya ekonomisinde yaşanan hızlı değişim⁷ ve gelişmelerin ardından, finans yöneticisinin karar alma süreci de bununla uyumlu olarak gelişmiştir. Bilgisayarların işlem hızı ve bellek kapasitesinde yaşanan teknolojik gelişmeler sayesinde, veri işleme ve depolama (yedekleme, arşivleme) kolaylaşmış, artan internet kullanımına bağlı olarak bilgi iletişim teknolojileri hızlanmış

⁷ 1990 yılında Sovyetler Birliğinin dağılması, 1991'de Hindistan'ın liberalizasyon hareketlerini başlatması ve 1995'te Dünya Ticaret Örgütüne girmesi, Türkiye'nin 1996 yılında Avrupa Birliği ülkeleriyle Gümrük Birliği Anlaşmasını uygulamaya başlaması, Çin'in hızla dışa açılması ve 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütüne dahil olması gibi.

ve maliyetleri düşmüştür. Bütün bunlar firmaların işleyişini ve karar alma süreçlerini de önemli ölçüde etkilemiştir (Hossain, Troskie ve Guo, 2005).

Firmaların büyük ölçekli faaliyetlerde bulunma, çeşitli ürünleri değişik piyasalarda satışa arz etme, Araştırma ve Geliştirme (Ar & Ge) faaliyetlerinde bulunma ve büyümeye çalışma, diğer firmalarla birleşme veya satın alma işlemlerine girme ve bunların dışında piyasalardaki rekabet düzeyinin artması, firmaların kâr marjlarının düşmesi, faiz oranları ve döviz kurlarında dalgalanmaların sıklıkla yaşanır olması gibi gelişmeler, işletmelerin amaçları ile kararlarının değişik bir yöne evrilmesine neden olmuştur. Dünya ekonomisinde yaşanan bu hızlı değişimler, finansal işlemlerdeki risk ve belirsizliği de artırmış, zaman faktörünün önem derecesini yükseltmiş ve doğru finansal kararların alınmasını zorlaştırmıştır. Bunun üzerine, bilgisayar destekli, daha kapsamlı karar alma modelleri geliştirilmeye başlanmıştır. Piyasaların daha bütünleşik bir hale gelmesi ve dış piyasalarla olan etkileşimin artması, daha modern finansal araçlarının ve risk yönetim tekniklerinin kullanılmasını zorunlu haline getirmiştir (Tuna, 2009).

Kavramsal ve fonksiyonel ayırımara karşın, bu üç finansal karar türü birçok yönden birbiriyle yakın etkileşim içindedir. Örneğin; firmanın yapılmasına karar verdiği bir yatırım, gelecek dönemlerde elde edilebilecek getirilerin ve dolayısıyla potansiyel kârların bir bileşimi olacaktır. İşletmelerin sermaye yapıları, sermaye maliyetlerini etkilemekte ve yeni yatırımlar yapılabilecek fırsat alanlarını belirlemektedir. Firmaların ortaklarına kâr dağıtım politikası ise, sermaye yapılarındaki özsermaye miktarını ve sermaye maliyetlerini etkileme potansiyeline sahiptir (Marko, 2013).

Kurumsal finansal teorinin büyümesi tek bir hedefin seçimine kadar uzanabilir ve bu amaç etrafında çeşitli karar verme modelleri geliştirilebilir. Konvansiyonel amaç, kurumsal finansal teorilerini kullanarak karar verirken, firma değerini en üst düzeye çıkarmaktır. Bir işletme veya firma herhangi bir karar (yatırım, finansman veya temettü) verirken o işletmenin değerini artırıyorsa, alınan bu kararın iyi olduğu, söz konusu karar firmanın değerini azaltıyorsa, ilgili kararın kötü olduğu kabul edilebilir (Patil, 2013).

1.2.3. Finansal Karar Almada Amaç ve Kapsam

Finansal kararlar, zaman kısıtı ve belirsizliklerin önemli ölçüde etkili olduğu kararlardır. Alınan finansal kararların şirkete muhtemel etkisinin neler olacağını çok iyi bir biçimde analiz edilmesi gerekmektedir (Grootveld ve Hallerbach, 2003: 306).

Finansal kararlar, firmaların temel hedeflerinden birisi olan ortaklarının karlılığını arttırmadaki başarı ve risk düzeyini etkilemektedir. Öyle ki firma düzeyinde verilen bu tür kararlar toplam ekonomik büyüme düzeyini bile etkileyebilmektedir. Firmaların başarısı veya başarısızlıkları, büyük oranda alınan finansal kararların başarı düzeyine bağlıdır. Dolayısıyla, firmanın finansal karar alma süreçlerindeki başarılarının artması, ilgili firmanın başarısının/kârlılığının da artmasını sağlayacaktır. Bu etkinliğin artmasıyla finans yöneticilerinin, firmanın amaçlarını ve ulaşmak istediği hedefleri kavramaları ve bu doğrultuda hareket etmeleri beklenmektedir. Finans yöneticileri, firma ortaklarının ve paydaşlarının refahını ve firma değerini artırma amacıyla finansal kararlar alırken, firmalarının nakit akışlarının tutarını, zamanlamasını ve risklerini de göz önüne bulundurmalarıdır. Dolayısıyla, finansal kararlardaki nihai hedef yalnızca değer ölçümü değil, aynı zamanda değer yaratmak da olmalıdır (Moyer vd. 2012: 5). Günümüzde finansal piyasalardaki belirsizliğin ve değişimin hızla artması nedeniyle, finansal kararların etkinliğinin sağlanması daha da zorlaşmıştır.

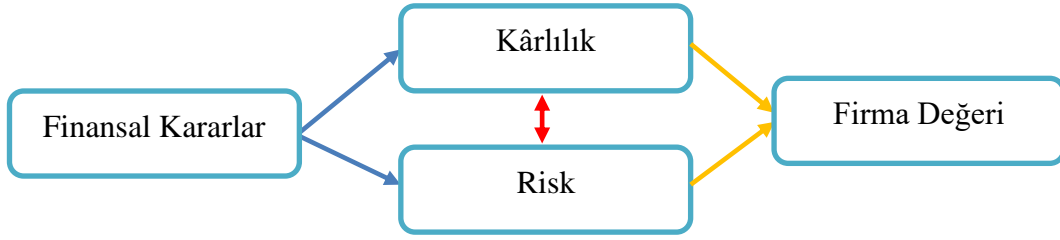
1.2.4. İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Önemi

Finansal kararlar, işletmeye en münasip şartlarda fon temin edilmesini ve bulunan kaynakların en doğru biçimde kullanılmasını sağlama amacıyla verilen kararlardır. Bu kararların doğru şekilde verilmesinin, firmanın genelini etkileyen bir kısım ekonomik ve finansal sonuçları olacağı için bu kararlar firmalarda büyük bir öneme sahiptir. Finansal kararların önemli olmasının bir diğer sebebi de finansal kararların uygulanması sonucunda ortaya çıkan durumların, sadece finansman fonksiyonunu değil, firmadaki diğer fonksiyonları da etkiliyor olmasıdır. Çünkü işletmelerdeki üretim ve pazarlama gibi farklı önemli birimlerin görevlerini etkin bir şekilde yerine getirebilmesi için diğer fonksiyonların kesintisiz biçimde finanse edilmesi gerekmektedir. Firma yöneticileri, finansal kararları alırken, belirli bir hedefi göz önünde bulundurmalarıdır. Bu hedef, firmanın piyasa değerinin en yüksek hale getirilmesi ve firma sahiplerinin

refahının artırılmasıdır. Bu amacı gerçekleştirmeye çalışan finans yöneticileri likidite, kârlılık ve güvence hedefleri arasında sürekli bir denge kurmaya çabalamak zorundadırlar. Böyle bir dengenin var olması, işletmelerin faaliyetlerinin başarılı ve aynı zamanda sürekli olmasına da katkı sağlayacaktır (Coşkun Kaderli, 2013).

İşletmelerce alınan finansal kararların 3 önemli bileşeni bulunmaktadır. Bunlar; para, zaman ve risktir (Ersöz ve Ban, 2003: 2). İşletmelerin, firmanın değerini arttırmaya çalışırken söz konusu bu üç faktörü de dikkate almalarında fayda vardır. Burada geçen para ve paranın zaman değeri, finansal karar verme süreci yönünden önemlidir. Çünkü işletmelerde yatırımlar önden yapılırken, bu yatırımların getirileri ilerleyen dönemlerde elde edilmektedir. Bugün konulan bir sermayeyle bu sermayenin gelecek dönemlerdeki getirisi, paranın zamansal değeri göz önüne alınmadan kıyaslanırsa, ulaşılan sonuçlar hatalı olacaktır. Bunun yanında, işletmeler finansal kararları alırken, risk faktörünü de göz önünde bulundurmam durumundadırlar. Her yatırımın farklı riskleri vardır. Risk faktörü dikkate alınmadan elde edilen yapılan analiz ve değerlemeler, finansal yöneticileri yanıltabilir (Aydın vd. 2003: 7 - 9). Buradan da anlaşıldığı gibi, finansal kararlar; işletmelerin geleceğini ve amaçlarını gerçekleştirebilmelerini etkileyebilecek büyük bir önemliliğe sahiptir. Çünkü işletmenin başarılı ya da başarısız olması büyük oranda bu finansal kararların ve karar vericilerin etkinliğine bağlıdır (Okka, 2009: 7).

Kurumsal finansman daki amaç fonksiyonu, firma değerini maksimize etmektir. Bu firma değeri ana hatlarıyla belirtilen üç kurumsal finansman kararına bağlı olmalıdır: Yatırım, finansman ve temettü kararları. Bu kararlar ile firma arasındaki bağlantı; firmanın bugünkü ve gelecekteki değeri olarak kabul edilebilir. Finansman kararlarının odak noktasını firmanın piyasa değerini etkileyen kararlar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Finansal kararlar, firmanın kârlılık ve risk derecesi gibi iki ana faktörü etkilemekte ve bu iki etmen de, birlikte, firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Bu durum Şekil 1.2'de gösterilmiştir.



Kaynak: Mevcut literatürden yararlanılarak, yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.2. Finansal Kararların Firma Değerini Etkileme Kanalları

Şekil 1.2’den de görüldüğü gibi; kâr ile risk arasında doğrudan bir ilişki vardır. Kârı artırmak amacıyla alınan finansal kararlar, firma riskini de artırabilmektedir. Buna karşılık firma riskini hafifletmek için alınan kararlar, kârlılığı da azaltmaktadır. Finansal yöneticilerden beklenen, firmanın piyasa değerini en yüksek yapacak şekilde kârlılık ve risk arasındaki dengeyi doğru biçimde kurmasıdır. Buna göre finans yöneticisinin amaç fonksiyonunu şu şekilde yazmak mümkündür:

$$MAX V = F (r, \sigma) \quad (1)$$

veya

$$MAX V = g (I, F, D) \quad (2)$$

Burada, r ; beklenen getiriyi, σ ; risk faktörünü, I ; Yatırım kararlarını, F ; finansman kararlarını ve D ; temettü kararlarını göstermektedir (Bolak, 2010: 4 - 5).

1.2.5. Finansal Karar Alma Süreci

Genel olarak finansal kararlar, firmanın iç ve dış kaynaklardan elde ettiği bilgilerin analiz edilmesi ile alınmaktadır. Bu noktada finans yönetiminden sorumlu ekibin; firma için geleceğe yönelik finansal öngörülerde bulunma, piyasalarda meydana gelen değişimlerin kısa ve uzun dönemde firmaya olası yansımalarını kestirebilme, alternatif yatırım çeşitlerinin firma değeri üzerinde meydana getirebileceği değişimleri araştırma, işletmenin kâr payı dağıtım politikalarını ve sermaye yapılarını belirleme, fiyat politikalarını değerlendirerek, bunun ürün satışlarının tutar ve miktarı üzerindeki etki düzeylerini belirleme, diğer firmalarla birleşme, satın alma veya firmayı onlara devretme ve bunların muhtemel etkilerini belirleyebilme ve imkân doğduğunda

firmanın uluslararası fırsatlardan yararlanabilmesini sağlama gibi çeşitli görevleri bulunmaktadır.

Finans yöneticisinin; firmanın ilk halka arzında, sonraki dönemlerdeki ek hisse senedi ihraçlarında, firmanın bir bölümünün veya tamamının satılmasında, firmanın mali yapısının yeniden biçimlendirilmesinde, konkordato kararı alınmasında, firmanın tasfiyesi ve buna benzer beklenmeyen gelişmelerde de sorumluluk alanı oldukça geniştir. Tüm finansal kararların, şirketin piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkarıcı yönde verilmesi beklenmektedir (Aydın, 2004: 5 - 6). Çünkü finansal yöneticilerin en önemli görevleri; şirket değerini ve paydaşların refahını en üst düzeye çıkarmaktır.

Finansal kararların en temel gereksinimi; risk ve zaman unsurunu dikkate alan bir ekip tarafından veriliyor olmalarıdır. Bu kapsamda, bugün verilen kararların şirketlerin gelecekteki nakit akışını, karlılığını ve değerini etkilemesi ve zaman içinde yaşanabilecek gelişmelerin belirsiz olması nedeniyle risk ve zaman unsurlarını da içeren karar verme mekanizmalarının geliştirilmesine ihtiyaç vardır. Diğer bir ifadeyle, karar verme süreçlerinde belirsizliğin var olması, finans yöneticisini, risk ve getiri arasında bir kısım değişimler (değiş - tokuş) yapmaya mecbur bırakmaktadır (Bierman ve Smidt, 2003: 4 - 6).

Örneğin; yatırım kararı verilme aşamasında, yatırım seçenekleri arasında, firmanın sermaye kullanım maliyeti ve yatırımlarının risk düzeyine bağlı olarak belirlenen bir oranda iskonto edilmesiyle elde edilen nakit akışlarının net bugünkü değerinin en büyük olmasını sağlayacak olan yatırımların tercih yararlı olacaktır. Finansman kararlarında ise; seçenekler içinde en düşük fon maliyetine sahip ya da neden olacağı nakit çıkışlarının bugünkü değeri en düşük olan finansman kaynağı tercih edilmelidir (Aydın, 2004: 9).

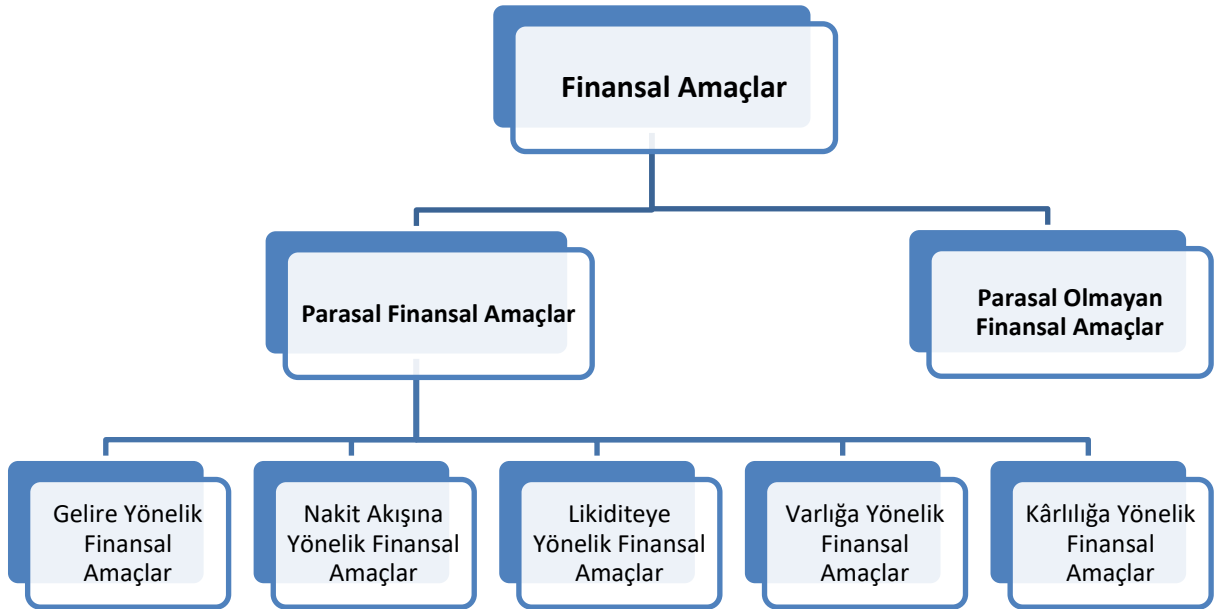
Diğer yandan finansal kararlar verilirken, ekonomik hedeflerin yanında sosyal amaçların da göz önünde bulundurulmasında ve böylece firmanın güven ve itibar kazanmasını sağlanmasında yarar vardır. Zira bu hususlar uzun vadede firmaya çok şeyler kazandıracaktır. Ayrıca bütün işletme ve finansal yönetim kararlarında, etik kurallarına uyulması da esastır (Moyer vd. 2012: 16).

Firmaların finansal kararları, gelecekte elde edilebilecek nakit akışlarını ve risk düzeyini de etkilediği için şirketin piyasa değerini de belirleyecektir. Bu nedenle karar

alma aşamasında, kararın, şirkete sağlayacağı kârlılık düzeyi ve getireceği risk faktörlerinin de dikkate alınması önemlidir. Finansal kararlar, firmanın içinde yer aldığı sektörün ve ülke ekonomisinin durumuna bağlı olarak da değişebilmektedir. Örneğin; finansal kararlarla firmaların yasal yapıları arasında yakın bir etkileşim vardır. Buna bağlı olarak finansmanın elde edilmesi, kâr dağıtımı, vergi ödemeleri, sermaye artırımını, borçlanma düzeyi ve alacaklarla ilgili yasal haklar gibi konularda firmalar farklı finansal karar verme süreçlerine tabi olabilmektedirler (Aydın, 2004: 10 - 17).

1.2.6. Finansal Karar Türleri

Firmalarda finansal kararları, finansal yönetim ekipleri vermektedir. Finansal kararlar, finansal amaçları veya daha genel ifadeyle firmaların tüm amaçlarını gerçekleştirebilmek için alınırlar. Finansal amaçlar; parasal ve parasal olmayan amaçlar olmak üzere iki ana gruptan oluşmaktadır. Parasal amaçlar; gelire yönelik, nakit hedeflerine yönelik, likiditeye dönük, varlığa yönelimli ve kârlılık hedefli amaçlar olmak üzere beş grupta toplanmaktadır. Finansal amaçlar Şekil 1.3 yardımıyla görsel hale getirilebilir.



Kaynak: Mevcut literatürden yararlanılarak, yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.3. Finansal Amaçlar

Şekil 1.3'te yer alan parasal finansal amaçların detayları aşağıda yer almaktadır.

1.2.6.1. Gelire Yönelik Amaçlar

Gelire yönelik amaçlar, şirket gelirini artırmayı hedefleyen amaçlardır. Başlıca gelire yönelik amaçlar şunlardır;

- Toplam gelirlerin büyüme oranının en yüksek hale getirilmesi,
- Mutlak gelir miktarının en yüksek hale getirilmesi,
- Belirli bir satış düzeyine ulaşılması ve
- Finansman giderleri ve olağanüstü amortismanların çıkarılmasından önceki dönem kârının en yüksek hale getirilmesidir.

1.2.6.2. Nakit Akımına Yönelik Amaçlar

Nakit akımına yönelik amaçlar, şirketlerin nakit akışlarını artırmayı hedefleyen amaçlardır. Başlıca nakit akımına yönelik amaçlar şunlardır;

- Belirli bir seviyedeki nakit akımı miktarına ulaşılması,
- Hisse payı başına nakit akımının en yüksek hale getirilmesi,
- İskonto edilen nakit akışlarının en yüksek hale getirilmesi ve
- İhtiyaç hissedilmesi durumunda sermaye fonlarının da kullanabilmesidir.

1.2.6.3. Likiditeye Yönelik Amaçlar

Likiditeye yönelik amaçlar, şirket likit (ödemelerde anında/kolayca kullanılabilir) varlıklarını artırmayı hedefleyen amaçlardır. Likiditeye yönelik başlıca amaçlar şunlardır;

- Sürekli biçimde ödeme yeteneğinin korunması,
- Ödeme sorumluluklarının vadesinde yerine getirilebilmesi ve
- Genel finansal değerlerin/dengelerin korunmasıdır..

1.2.6.4. Varlığa Yönelik Amaçlar

Varlığa yönelik amaçlar, şirket duran varlıklarını artırmayı hedefleyen amaçlardır. Varlığa yönelik başlıca amaçlar şunlardır;

- Firmaların defter değerinin en yüksek hale getirilmesi,
- Özsermayelerinin piyasa değerinin en yüksek hale getirilmesi,
- Özsermaye tabanlarının genişletilmesi ve
- Tasfiye değerlerinin en yüksek hale getirilmesidir.

1.2.6.5. Kârlılığa Yönelik Amaçlar

Kârlılığa yönelik amaçlar, şirketlerin kârlılık seviyelerini artırmayı hedefleyen amaçlardır. Kârlılığa yönelik başlıca amaçlar şunlardır;

- Öz sermaye kârlılığını en yüksek hale getirme,
- Satışların kârlılığının (kâr marjının) en yüksek hale getirme,
- Belirli bir satış kârlılığına ulaşma,
- Toplam aktiflerin kârlılığın en yüksek hale getirilmesi ve
- Sermaye maliyetlerinin en yüksek hale getirilmesidir.

1.2.6.6. Parasal Olmayan Amaçlar

Firmaların parasal olmayan amaçları ise şunlardır;

- Firmanın kredi değerliliğinin (kredibilitesinin) artırılması,
- Uygun şartlarda borçlanmaya çalışılması,
- Bankalarla ilişkilerin daha da iyileştirilmesi,
- İşletmelerin çıkar grupları ve paydaşlarıyla olan ilişkilerinin sürdürülmesi ve geliştirilmesi,
- Belli iç ve dış finansman kurallarına uyulması,
- Uygun bir varlık-sermaye bileşiminin oluşturulmasıdır.

1.3. FİNANSMAN KARARLARI

Finansman kararları; yatırım kararlarının sonucunda belirlenen varlık toplamı ve bileşimini elde edebilmek amacıyla ihtiyaç duyulan fonların temin edilebileceği kaynakların ve borçların vade yapısının belirlenmesine, yani bilançonun pasifler kaleminin şekillendirilmesine yönelik olarak alınan kararlardır (Bolak, 2010: 223).

Firmaların sermaye gereksinimleri, uzun veya kısa vadeli, dış ve ya iç kaynaklardan ya da tüm bunların bir bileşimi şeklinde (karma) finansman kaynaklarından temin edilebilmektedir (Damodaran, 2014). Finans yöneticileri, finansman temin kararlarını verirken, firmasının özelliğine, firmanın içinde yer aldığı sektörün ve ülkenin genel ekonomik koşullarına bağlı olarak, fon maliyetini ve risk faktörlerini de dikkate almak durumundadır. Bir işletmenin finansman temin edeceği alternatif kaynaklar arasında tercihte bulunurken, kaynak maliyetini, kaynakların risk düzeyini ve özelliklerini ayrı ayrı ve bir arada analiz etmesi gerekmektedir. Finansman kararları, işletmelerin stratejilerini, uzun dönemdeki devamlılıklarını ve kârlılıklarını da etkilediği için sürekli biçimde izlenmeli ve gerekli analizler zamanında yapılmalıdır (Erol ve Sarıaslan, 2014).

Firmanın ek sermayeye gereksinim duyması durumunda, finans yöneticisi, bunun borçlanma ve/veya özsermaye yollarından hangileriyle temin edileceğine karar verilecektir. Borçlanma kararları alınır; bu borcun tutar ve vadesinin de belirlenmesi gerekmektedir. Borçlanma kararının verilmesi, birçok faktörden etkilenebilen, karmaşık bir süreçtir. Borçlanma faiz oranı (kredilere uygulanacak faiz oranı), şirketler, sektörler ve ülkeler arasında farklı olabilmektedir. Borçlanma oranını belirleyebilmek stratejik bir kararken, en uygun borçlanma çeşidini belirlemek ve bu borçları yönetmek, taktiksel kararlardır (Pike ve Neale, 2006: 40-42).

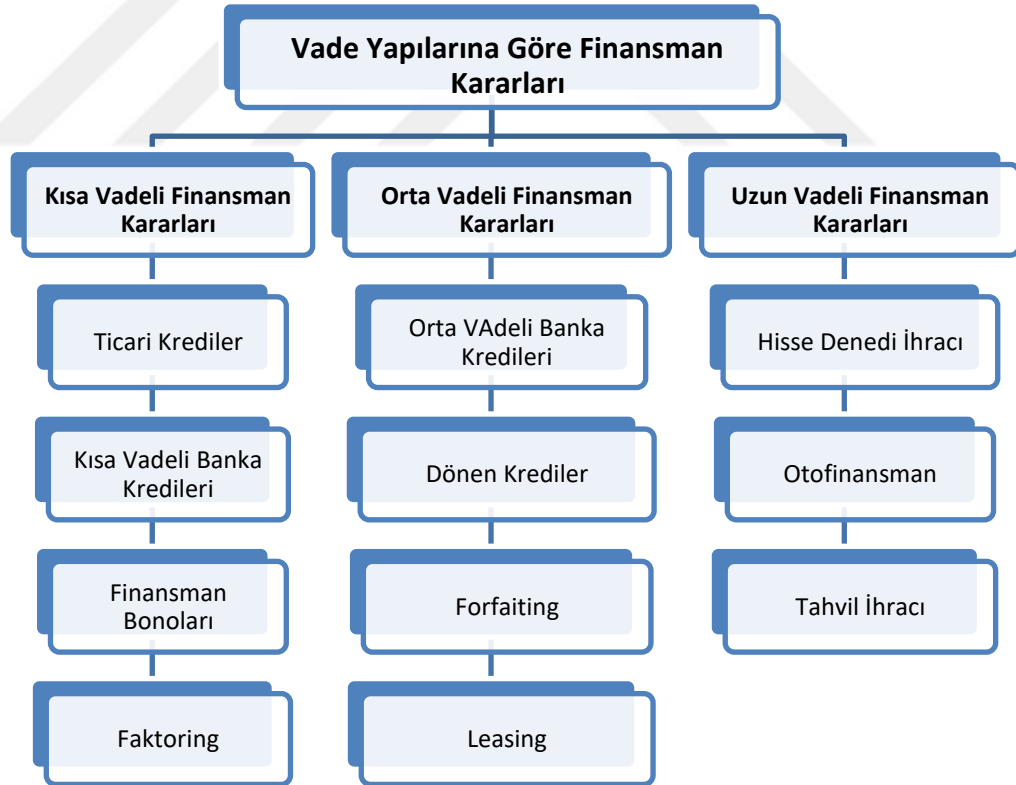
Finansal kararlar verme sürecindeki çabaların çoğu, borç ve özsermaye bileşimini gösteren sermaye yapısının en uygun oranının belirlenmesine yöneliktir. Gereksinim duyulan ek fonların yeni hisse senetleri ihraç edilerek sağlanması, firmaya yeni ortakların gelmesi ve yönetimdeki kontrol gücünün azalmasına ve hisse başına kârın düşmesine de neden olabilmektedir. Ayrıca, bazı durumlarda yeniden hisse senedi ihraç etmenin maliyeti, kredi kullanımından daha yüksek olabilmektedir. Diğer yandan firmalar kredi kullandıklarında, bunun belirli bir kısmını (genellikle faiz ödemeleri kadarlık kısmını) gider olarak gösterilmekte ve bu şekilde bir kısım gelir vergisinden muaf da olabilmektedirler. Bu yönüyle bakıldığında, hisse senedi ihracından kredi kullanımı daha akla yatkın gözükmektedir (Githaiga ve Kabiru, 2015: 474).

Fakat borçlanma yoluyla sağlanan finansman, şirketin borçluluk seviyesini ve finansal risklerini artırmakta, öz sermaye yeterlilik oranını azaltmaktadır. Bu durum

firmaların borsadaki imajına ve firmanın piyasa değerine zarar verebilmektedir (Banga ve Sinha, 2003).

Ayrıca, kısa vadeli nakit akışlarının nasıl yönetileceğine de iyi karar verilmiş olması gerekmektedir. Genellikle finansal faaliyetlerin yürütülmesi aşamasında, firmaların nakit elde etme dönemleri ile firma kasasından nakit çıkışları arasında zamansal bir uyumsuzluk yaşanmaktadır. Bu durum önemli bir kısa vadeli finansman sorununu da beraberinde getirmektedir. İşletmenin nakit akışının miktar ve zamanı kesin şekilde bilinmemekle birlikte, finans yöneticileri, oluşan bu nakit akım boşluklarını da yönetmekle sorumludurlar (Marko, 2013).

Finansman kararları, farklı vade yapılarına ve farklı araçlara yönelik olabilmektedir. Vade yapılarına göre finansman kararları, Şekil 1.4'teki gibi sınıflandırılabilir.



Kaynak: Mevcut literatürden yararlanılarak, yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1.4. Yapılarına Göre Finansman Kararları

Şekil 1.4'te yer alan vade yapısına göre finansman kararı çeşitlerine ait detaylı açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

1.3.1. Kısa Vadeli Finansman Kararları

Kısa vadeli finansman kaynakları; firmaların bir faaliyet dönemi, genellikle bir yıl içerisinde geri ödeme yükümlülüğü altında olduğu borçlar şeklinde tanımlanabilir. Kısa vadeli fon kaynakları, daha çok işletme sermayesi olarak, özellikle de alacak ve stokların finansmanında kullanılmaktadır. Ancak, firma yöneticilerin risk karşısındaki tutumlarına göre, kısa süreli kaynaklardan yararlanma düzeyinin artırılması yada azaltılması da mümkündür. (Bolak, 2010: 228).

Kısa süreli finansman kararları tüm şirketler için oldukça önemli kararlardır. Faiz oranlarının yükseldiği veya sıklıkla dalgalandığı dönemlerde bu tür kararları vermek dahada güçlenmektedir. Genellikle, kısa vadeli kredilerin faiz oranları, uzun vadeli kredilerin faiz oranlarından daha düşüktür. Bu durum, firmaların tasarruf etmesine de yardımcı olacaktır. Ayrıca, firmaların kısa vadeli finansman talebi için farklı gerekçeleri/ihtiyaçları olabilmektedir. Özellikle firmaların ürünlerine yüksek talep geldiği dönemlerde, üretimi kısa sürede hızla artırabilmek için (acil personel giderleri ve hammadde ihtiyacı için) kısa vadeli finansman kullanmak daha cazip olmaktadır (Coşkun Kaderli, 2013: 8 - 10).

Firmalar kısa vade yapısına sahip fonlardan temin ettikleri finansal kaynakları çoğunlukla dönen varlıkların (hammadde ve enerji giderleri, personel giderleri, vergi ödemeleri, vb.) finansmanında kullanmaktadırlar. Fakat bazı durumlarda, kısa vadeli finansman kaynaklarını, duran varlıklarının (yeni fabrika binası inşa etme, üretim için gerekli makine-teçhizat alımı vb.) finanse edilmesinde de kullanmak zorunda olabilmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 147).

Pek çok firmanın işlem hacmi, sene boyunca değişiklikler göstermektedir. Başta mevsimler ve tatil dönemleri olmak üzere, çeşitli faktörlerin de etkisiyle firmanın ürettiği mal ve hizmetlere yönelik talep miktarı değişebilmektedir. Firmalar, talebin beklenmedik şekilde arttığı dönemlerde, daha çok finansal varlığa gereksinim duyarlar. İşte böyle durumlarda kısa vadeli finansman kaynaklarına başvurulması gerekmektedir. Firmalar ihtiyaç duydukları bu kısa vadeli fonların bir kısmını hammadde, mal ve

hizmet satışlarından doğan ticari alacaklarından sağlayabilirken, bir kısmını bankalardan kredi olarak temin edebilmektedirler. Kısa vadeli krediler çoğunlukla firmaların işletme (çalışma) sermayesinin finansmanı için kullanıldığından, bu kredilerin geri ödenmesi de dönen varlıkların (üretilen mal ve hizmetlerin) paraya çevrilmesiyle sağlanabilmektedir. Bu sebeple, kısa dönemli krediler, kendi kendini ödeyebilen krediler olarak da düşünülebilir. Bu çeşit krediler genellikle alacak ve ya stoklar gibi dönen varlıkların finansmanında kullanılırlar. Alacaklar tahsil edildiğinde veya stoklar paraya çevrildiğinde, alınan bu krediler de kolayca geri ödenecektir. Kısa vadeli kredileri ödemede kullanılacak fonların elde edilmesi bu nedenle çok da zor değildir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 348).

Yukarıda da belirtildiği gibi, kısa vadeli fonlar, genellikle dönen varlıkların finansmanında kullanılmaktadır. Firmaların kullandıkları kısa vadeli fon miktarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlardan bazıları (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 148):

- Şirketin varlık yapısı (aktiflerinin dağılımı),
- Dönemsel ve mevsimlik ve değişimler hakkındaki öngörüler,
- Kısa dönemli fonların maliyeti,
- Piyasadaki faiz oranlarının değişimine yönelik beklentiler,
- Likidite düşüşü riskinin yüklenebilmesi,
- Kısa dönemli finansman kaynaklarını yönetebilme, vaktinde ödeyebilme ya da erteleyebilme olanaklarının varlığı ve
- Genel ekonomik konjonktür.

Görüldüğü gibi, firmaların kısa vadeli finansman kararlarını verirken, göz önünde bulundurmaları gereken birçok önemli nokta bulunmaktadır. İşletmelerin kullandıkları kısa vadeli finansman kaynakları dört başlık altında toplanabilir (Bolak, 2010: 228):

- Kısa süreli ticaret kredileri (satıcı kredileri)
- Kısa süreli banka kredileri
- Para piyasasında satılan kısa vadeli finansman bonoları ve
- Diğer kısa vadeli kaynaklardır.

Bunların detayları aşağıda incelenmiştir.

1.3.1.1. Ticari Krediler

Firmalar genellikle malzeme, hammadde veya mal alımlarının büyük bir bölümünü, öteki şirketlerden, kredili olarak (bedelini belirli bir süre ödemek şartıyla, vadeli olarak, borçla) gerçekleştirirler. Başka bir ifadeyle, stoklarını finanse ederken, kısa süreli satıcı kredilerinden faydalanırlar (Bolak, 2010: 228). Bu uygulama, mal ve hizmet satan firmaların, alıcı işletmelere, güven esasına dayanarak ve işlem hacmine bağlı olarak tanıdığı bir olanaktır. Ticari krediler, genellikle bütün firmalar tarafından, farklı miktar ve vade de kullanılabilen kısa vadeli bir fonlama kaynağıdır. Özellikle, başka finansman kaynaklarından faydalanma olanağı kısıtlı olan küçük ölçekli veya yeni kurulmuş firmalar için ticari krediler (satıcı kredileri), en önemli kısa vadeli finansman kaynağı türünü oluşturmaktadır (Uzun, 2008: 345–346). Ticari kredilerin koşullarını ve vade yapısını etkileyen başlıca faktörler şunlardır (Tunç, 2012: 101):

- Alacağa konu olan malların ekonomik özellikleri,
- Satıcının sahip olduğu finansal güç,
- Alıcıların sahip oldukları finansal güç,
- Arz - talep dengesi ve piyasadaki rekabet biçimi,
- İlgili iş kolundaki yerleşik (alışılmış) uygulamalar ve
- Para iskonto oranı

Kısa dönemli bir finansman kaynağı olarak ticari kredilerin bir kısım avantaj ve dezavantajları da bulunmaktadır. Bu tür kredilerin üstün yönlerinin başında; kolay temin edilebilmeleri, esneklik, formalite işlemlerinin ve maliyetlerinin azlığı, tekrar yenileyebilme ve vadelerini uzatma kolaylığı gibi faktörler gelmektedir. Maliyetinin düşüklüğü ve birçok artı özelliklerinden dolayı firmaları aşırı derecede borçlanmaya yönlendirme potansiyeli taşıması ise, bu kredilerin en önemli sakıncalı yönüdür (Coşkun Kaderli, 2013).

1.3.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Kısa vadeli banka kredileri, firmalar için ticari kredilerden sonra, ikincil dereceden önem taşıyan diğer bir fon kaynağıdır. Kısa vadeli banka kredileri; ticari bankaların, en fazla 12 ay süreyle firmalara verdikleri kredilerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 151). Firmalar genel olarak, işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılayabilmek için,

dönen varlıklarını, özellikle de stoklarını ve alacaklarını finanse edebilmek için kısa dönemli banka kredileri kullanmayı tercih edebilmektedirler. Bazı durumlarda ise, uzun vadeli kaynak elde edinceye kadar geçen süre için duran varlıkların finansmanında da kısa vadeli banka kredilerinden yararlanabilmektedirler. Kısa dönemli banka kredileriyle duran varlıklara yapılan yatırımların finanse edilmesi, oldukça sakıncalı bir durum olup, ancak geçici bir süreliğine söz konusu kredilerden yararlanmak rasyonel bir davranış olabilecektir (Usta, 2005: 25). Firmaların işletme sermayesinin finansmanında ticari kredileri yanında, banka kredileri de büyük önem taşımaktadır. Ticari krediden, daha ziyade, kredi değerlilikleri pek yüksek olmayan küçük veya yeni kurulmuş şirketler yararlanırken, banka kredileri, daha itibarlı firmalara hitap etmektedir (Bolak, 2010: 230).

Firmaların belirli bir dönemde işletme sermayesi ihtiyaçları arttığında, örneğin; stoklarını arttırma gereksinimi ortaya çıktığında, firma ticari kredilerden faydalanmak istemezse, banka kredilerini tercih edebilir. Firmaların kısa vadeli banka kredilerinden faydalanabilmesi için gerekli olan işlemleri yapmaları, banka açısından da firmaların kredi değerliliğinin doğru biçimde tespit edilebilmesi büyük önem taşımaktadır. Bankalar tarafından kredi verilebilir bulunan firmalar, belirli bir faiz ödeyerek ve gerekli işlem masraflarını (keşif masrafı, dosya masrafı, vb.) üstlenerek, bu kredilerden yararlanabilirler (Büker, Aşikoğlu ve Sevil, 2010: 353).

Uygulamada bankaların işletmelere açtıkları kısa vadeli krediler; avans kredileri, cari hesap kredileri, senet iskontoları, açık krediler karşılığı verilen kefalet kredileri, teminatlar karşılığı verilen krediler, akreditif kredileri, teminat ve kefalet mektuplarıdır (Ceylan ve Korkmaz 2013: 152).

1.3.1.3. Finansman Bonoları

Finansman bonoları, işletmelerin kısa vadeli finansman gereksinimlerini banka harici kaynaklardan sağlayabilmelerine olanak tanıyan, görece yeni bir finansman aracı olarak sermaye piyasalarına girmiştir. Finansman bonosu, firmaların kısa süreli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılayabilmek için, genellikle büyük ve piyasada güvenilirliği olan şirketler tarafından çıkartılan, kısa vadeli ve genellikle teminatsız borçlanma senetleridir (Bolak, 2010: 232). Finansman bonoları ABD’de yaygın şekilde

kullanılmakta olup, geri ödeme süreleri genellikle en çok dokuz aydır. Finansman bonusu sayesinde firmalar, kısa dönemli fon ihtiyaçlarını nakit olarak karşılama imkânı elde etmektedirler. Kısa vadeli finansman kaynakları arasında finansman bonusu genellikle en düşük maliyetli olan borçlanma aracı kabul edilmektedir (Uzun, 2008: 348).

Finansman bonoları ihraç edilmesine yönelik işlemler, sermaye piyasası kuralları kapsamında yapılmaktadır. Türkiye'de İse finansman bonoları ihracına yönelik düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından gerçekleştirilmektedir. Finansman bonoları, büyük işletmeler tarafından çıkarılan finansman bonolarının yanında, teknik olarak banka bonoları ile varlığa dayalı menkul kıymetleri de kapsamaktadır. Bankalar tarafından çıkarılan mevduat sertifikaları da teknik olarak finansman bonusu niteliğindedir (Coşkun Kaderli, 2013).

Türkiye'de finansman bonosunun vadesi en az 60, en çok 720 gün olacak şekilde, ihracı yapan firma tarafından belirlenmektedir. Türkiye'de, finansman bonosunu anonim şirketler, kamu iktisadî teşebbüsleri (KİT), mahalli idareler (belediyeler) ile bu idarelere bağlı olarak, özel yasalar kapsamında faaliyette bulunan kuruluş, idare veya işletmeler ihraç edebilmektedir. Anonim şirket statüsünde olmak şartıyla, finansman bonusu ihraç etmek isteyen şirketlerin, Sermaye Piyasası Kurulundan izin almış olmaları gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu, finansman bonusu ihraç edecek firmalarda bir kısım temel özellikler aramaktadır. Bu özellikler:

- İşletmenin son üç yıla ait bilançolarını, kârla kapatmış olması,
- Finansman bonusu ihraç edecek olan ortaklıkların, temel sözleşmelerinde, bu işleme yetki veren bir takım hükümlerin bulunması ve bu konuda genel kurul tarafından karar alınmış olmasıdır.

Kısa vadeli bono çıkartılarak finansman sağlanması yönteminin gelişip yaygınlaşması, bankacılık sektörünü iki yönden olumsuz etkilemektedir: Birincisi; belirli bir süreliğine atıl kalacak fonlarını kısa vadeli bonolarda değerlendirmek isteyen şirketler, finansal aracı kuruluşlar, emeklilik fonları veya gerçek kişiler, bu işlemlerini, bankalardaki mevduatlarını çekerek yapmaktadırlar ki bu da bankalardaki mevduatların ve ödünç verilebilir fon miktarının azalmasına neden olmaktadır. İkincisi; bankadan kredi almak yerine, kısa vadeli finansman bonusu çıkaran firmalar, kredi kullanmaktan

vazgeçtikleri için bankalar müşteri, işlem hacmi ve kâr kaybetmektedirler (Coşkun Kaderli, 2013).

1.3.1.4. Faktoring

Faktoring; firmaların genel olarak kısa vadeli satışlarından kaynaklanan alacak haklarının, faktörlere (faktoring kuruluşlarına) satılmasıyla, firmalara fon temin etme imkânı veren bir ek finansman yöntemidir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 171). Alacak hakkının yetkili bir faktoring kuruluşuna devri sonrasında nakit fon elde edilmesine olanak tanıyan finansal bir işlemdir. Türkiye’de en hızlı yaygınlaşan finansman yöntemi faktoring dir. Bu işlemde; alacaklı işletme, alacak haklarını, tahsil dönemi öncesinde nakde çevirebilmek ve acil nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek için bir Faktoring şirketine devretmektedir. Böylece alacaklı firma, ileride elde edeceği gelirin bir kısmından vazgeçerek, alacağını zamanından önce tahsil edip, ekstra finansman sağlarken, faktoring firması, günü geldiğinde alacak parayı tam tahsil ederek, bir müddet bekleme karşılığında, toplam alacak ile firmaya verdiği para arasındaki fark kadar kâr elde etmektedir⁸ (Uzun, 2008: 349).

Faktoring işlemini gerçekleştiren kuruluşlara *faktor* adı verilmektedir. Başka bir ifadeyle, *Faktoring*; faktör ile alacaklı firma arasında imzalanan ve süreklilik arz eden bir anlaşmadır. Bu anlaşmayla, alacaklı firma, üçüncü kişi ve kurumlar üzerindeki alacak haklarının tamamını veya bir kısmını faktöre devretmeyi ve bu işlemi borçlulara da bildirmeyi kabul eder. Buna karşılık olarak faktor, alacakları ileriki bir tarihte tahsil etmeyi, alacağın ödenmeme riskini üstlenmeyi, alacak tutarının belirli bir kısmını peşin veya belirli bir vade sonunda ödemeyi taahhüt etmektedir. Bu işlemlerdeki hedef; firmanın alacaklarını vadeden önce tahsil ederek finansman gereksinimini karşılaması ve bir kısım bürokratik işlemlerden kurtulmasıdır. Yani, Faktoring yöntemiyle birlikte firmalara; muhasebe kayıtlarının tutulması, alacakların tahsili ve erken finansman hizmetlerinin bütünü veya bir bölümü sunulmaktadır.

Faktoring kuruluşunun, muhasebe işlemlerini de üstlenmiş olması durumunda, işletmelerin alacaklarının takibi ve muhasebe yönünden düzenlenmesi ile ilgili teknik

⁸ Aslında burada yapılan, bir çeşit reeskont olayıdır. Reeskont olayını bankalar ve merkez bankası yaparken, bu işlemi faktoring firmaları yapıyor.

işlemler faktor kuruluş tarafından yapılmaktadır. Faktor, bu hizmetler karşılığında firmadan belirli bir ücret veya iskonto almaktadır. Faktor kuruluşlarının önemli fonksiyonlarından biri de tahsilattır. Burada faktorun yaptığı iş, bankalara benzer şekilde, işletmelerin alacaklarının belirli bir komisyon karşılığında, vadesi geldiğinde tahsil edilmesidir. Bu yolla işletmelerin alacaklarını tahsil etme işlemleri için ekstra zaman ve personel istihdamına lüzum kalmamaktadır. Bu uygulamanın bir sonucu olarak, firma yöneticilerinin, diğer işletme fonksiyonlarına ayırabilecekleri zaman artacaktır. Faktor kuruluşların en temel işlevi, firma alacaklarının, bir kısmının tahsil edilememesi riskiyle birlikte devralınmış olmasıdır. Bu işlev kapsamında, müşterilerin alacakları, faktoring sözleşmesinde belirtilen ölçüler kapsamında garanti edilmektedir. Faktoring işlemleri, ana hatlarıyla aşağıdaki çeşitlere ayrılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz 2013: 171–173).

- i. Full servis, rücu edilemez faktoring,
- ii. Full servis, rücu edilebilir faktoring,
- iii. Açıklanmamış faktoring ve
- iv. İhracat faktoring.

Bunların detayları aşağıda verilmiştir.

1.3.1.4.1. Full Servis Rücu Edilemez Faktoring

Rücu edilemez faktoring; faktörün, alacağın ödenmeme riskini de tamamıyla üstlendiği faktoring işlemidir. Faktoring şirketi, satıcı firmaların vadeli alacaklarını devir almakta ve o firmaya bir miktar peşin ödeme yapmaktadır. Vadeli alacakların zamanında ödenmemesi durumunda faktör, alacağını müşterisine (alacağı faktöre satan firmaya) rücu edememekte (geri çevirememek te, döndürememek te) ve tüm zararı kendi üstlenmektedir. Bu çeşit faktoring işlemlerinde bütün riski faktor üstlenmiş olmaktadır. Bu nedenle faktoring firmaları, ileride meydana gelebilecek zararlarını en düşük seviyeye indirebilmek için ciddi bir piyasa araştırması yaparak, rücu edilemez faktoring işlemlerini yapmaktadırlar (İAV, 2006: 53).

1.3.1.4.2. Full Servis Rücu Edilebilir Faktoring

Faktorun, alacakların ödenmeme riskini üstlenmediği faktoring biçimidir. Burada faktörün, borcun ödenmeme riskini, faktoring kuruluşu değil, bu borcunu faktöre satan firma üstlenmektedir. Geri döndürülemez faktoring yönteminde olduğu gibi işlemlerde de faktoring kuruluşu, satıcı işletmenin vadeli alacaklarını devir almakta ve onlara bir ön ödeme yapmaktadır. Faktor firma tarafından devralınan vadeli alacakların zamanında ödenmemesi durumunda, faktor firma, borcu müşterisine rücu ettirmekte ve yaptığı ön ödemeyi geri talep etmektedir. Bu tür faktoring işleminde, faktorun satıcı firmaya yaptığı ön ödeme, bir çeşit kredi niteliğindedir. Satıcının faktöre devrettiği alacaklar da, faktoring firmasından kullandığı fona (krediye) karşılık olarak verilen bir çeşit teminat mahiyetinde olmaktadır. Bu çeşit faktoring işleminde faktorun temel fonksiyonu, tahsilat işlemine aracılık etmektir (Toroslu, 2005: 10).

1.3.1.4.3. Açıklanmamış Faktoring

Bazı durumlarda firmalar, piyasadaki imajlarını koruyabilmek ve finansal yönden zor durumda olduklarını bankalarda (kreditörlerden) gizleyebilmek için faktoring anlaşması yaptıklarını gizli tutmak isteyebilmektedirler. Böyle durumlarda yapılan anlaşma, bu adı almaktadır. Böyle durumlarda genellikle firmalar, ayrı bir pazarlama şirketi kurarak, faturaları pazarlama şirketi adına düzenlemektedirler. Yeni kurulmuş olan şirket, faktoring şirketi olmaktadır. Faktor ile firma arasında bir faktoring sözleşmesi imzalanarak, kurulan pazarlama şirketinin, firmanın tüm alacaklarını devir alacağı, üretici firmanın da tüm satışlarının faturalarını söz konusu pazarlama şirketi adına düzenleyeceği taahhüt edilmektedir. Müşterilere de bu konuda kısaca bilgi verilmesi gerekmektedir. Faktoring kuruluşu, işletmeye bütün hizmetleri verebileceği gibi, kredi sigortası da sağlayabilir. Yeni bir pazarlama şirketi kuruluş maliyeti oldukça yüksek olduğundan, bu tür faktoring şirketleri ancak çok büyük firmalar tarafından kurulabilmektedir. Faktoring işlemlerinin masrafları, satışların %0.5 ile %3'ü arasında değişmektedir. Geri döndürülebilir faktoringte ise, masraflar %0.2 ile %0.5 oranına kadar düşebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 174).

1.3.1.4.4. İhracat Faktoringi

İhracat faktoringi; alıcı firmanın başka bir ülkede yerleşik olduğu durumlarda gerçekleştirilen bir faktoring işlemidir. Burada faktoring işlemlerine konu edilen alacaklar, ihracat / ithalat işlemlerinden doğmaktadır. Bu nedenle, bu tür faktoringte, yurtiçi faktoringe nazaran daha fazla risk faktörü bulunmakta, bu nedenle de muhabir (aracı) bir faktörden hizmet desteği satın alınmaktadır. Bu muhabir, bazen faktorun bir şubesi veya temsilcisi, bazen de ithalatçı ülkedeki başka bir faktoring şirketi olabilmektedir. Muhabir faktör, ithalatçı firmanın ülkesinde gerekli bilgi toplama çalışmalarını yaparak, limit onayını ihracatçı firmanın ülkesindeki faktoring kuruluşuna bildirir. İhracat faktoringi, faktorun birden fazla yabancı ülkedeki muhabir firmalarla ilişki kurmasını gerektirdiği için, yurtiçi faktoringe nazaran daha geniş bir örgütlenmeye gidilmiş olmasına ihtiyaç vardır (İAV, 2006). Doğal olarak bu faktoring türünde işlemlerinin masrafları da artmaktadır.

1.3.2. Orta Vadeli Finansman Kararları

Firmaların orta vadeli finansman kaynakları, ihtiyaçlarının yapısına ve büyüklüğüne göre değişiklik göstermektedir. Fonların sağlanacağı piyasalar; fon ödünç verenlerle fon ödünç alanların doğrudan ilişkide olduğu piyasalar ile finansal araçlardan yararlanılarak, fon sağlanabilen açık piyasalar şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) için menkul kıymet ihracı şekliyle sermaye piyasalarından fon sağlama, ihtiyaç duydukları fonların temin edilebilmesi için çok da uygulanabilir bir yöntem değildir. Piyasaların yapısı gereği fon ödünç alan işletmelerin, haklarında gerekli finansal bilgilere erişebilecek kadar büyük ve piyasalardan kaynak temin edebilecek kadar güçlü (güvenilir, tanınır) olmaları gerekmektedir. Büyüklükleri, faaliyet gösterdikleri bölge ve yetersiz finansal koşulları nedeniyle sermaye piyasalarına erişemeyen firmalar için bankalar ve diğer finans kuruluşları, orta vadeli fonların ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli bir kaynaktır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 397). Orta vadeli finansman kaynakları, genellikle vadesi 1 ile 5 yıl arasında değişen fonları içermektedir.

Finans literatüründe orta vadeli finansman kaynaklarının vadesinin en fazla 5 yıl mı yoksa 10 yıl mı olması gerektiği konusunda bir tartışma vardır. Bazı kaynaklar, orta

vadeli finansman kaynaklarını 1 - 5 yıl arası olarak alırken (Tükenmez, 2016; Çimen, 2017), bazıları ise 1 - 10 yıl arasında kullanılan fonlar olarak görülmektedir (Yurtttadur, 2009; Karan vd. 2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), vadesi 5 yıla kadar olan senetleri reeskont ile kabul ettiği için uygulamada vadeleri 1-5 yıl arasında olan kredileri orta vadeli krediler olarak tanımlama eğilimi daha ağır basmaktadır. Orta vadeli finansman kaynakları, genelde belirli bir vade ödemesiz dönemden sonra üç ay, altı ay veya bir yıllık taksitler şeklinde ödenir. Kısa vadeli fonları, işletmeler mevsimlik veya geçici gereksinimler için kullanırken, orta vadeli fonları, devamlılık arz eden fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kullanırlar (Tekin, 2016: 170-172).

Likidite yönünden zayıf olan ekonomilerde, firmaların kendi faaliyetlerinden elde ettikleri fonlarla, bu üretim faaliyetlerini kısa süre içinde finanse etme imkânları zayıftır. Bu nedenle, fon oluşturma kabiliyeti bir yıldan uzun olan faaliyetlerin, kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi, önemli güçlükler ortaya çıkabilmektedir. Sonuç ve getiri elde edilmesi bir yıldan daha da uzun süren faaliyetlerde ise, finansmanın uzun süreli fonlarla da karşılanması mümkün/kolay değildir. Çünkü uzun vadeli fon temin edebilmek için yöneticilerin yeni hisse senedi ve/veya tahvil ihraç etmek gibi uzun süreli bir ön hazırlık gerektiren bir çaba içine girmeleri gerekir. Bu nedenle, işletmelerin finansmanında kısa ve uzun vadeli fonlar arasında, bir de orta vadeli finansman kaynaklarının bulunması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır (Saraç, 2018: 273). Firmaların en sık başvurdukları orta vadeli finansman kaynakları şunlardır:

- i. Orta dönemli ticari banka kredileri
- ii. Dönen krediler
- iii. Forfaiting
- iv. Leasing

Bu orta vadeli finansman kaynaklarının detayları aşağıda yer almaktadır.

1.3.2.1. Orta Vadeli Banka Kredileri

Bankalar fon fazlası olanlardan (tasarruf sahiplerinden) bu fonları toplayıp, belirli bir karşılık (faiz) karşılığında fon (kredi) talebi olan kişi ya da kurumların kullanımına sunarak, fonların ekonomi içindeki dinamik akımına katkı sağlayan önemli kurumlardır. Bankalar mevduatların yapılarına ve finansman imkanlarına bağlı olarak, fon sunumunu

krediler yoluyla yapmaktadırlar. Bankaların finansman imkanları yeterince gelişmemesi, yani fon kaynakları arzu edilen düzeye ulaşamamışsa, orta ve uzun vadeli krediler yerine, kısa vadeli krediler vermeyi daha çok tercih ederler. Bankalar yeterli fon kaynaklarına sahipse, ekonomide kısa süreli kredilere olan talep de düşükse, o zaman orta ve uzun vadeli kredi taleplerini karşılama yoluna gideceklerdir (Saraç, 2018: 273-274). II. Dünya Savaşı'ndan sonra ticaret bankalarının verdikleri krediler arasında orta vadeli krediler çok önemli bir yer tutmaya başlamıştır (Tekin, 2016).

Türkiye'de 1970'li yıllarda alınan bir kararla, ticari bankaların firmalara orta vadeli kredi vermesi mecburi hale getirilmiştir. Çünkü o yıllardaki yönetim erklerindeki genel görüşe göre bankaların en önemli vazifesi; ülkenin sanayileşme hamlesini gerçekleştirebilmesi için gerekli olan fonların sağlanmasıdır. Türkiye'de yatırım ve ihracatın teşvik edilmesi amacıyla sağlanan, orta vadeli kredilerden hariç, bankaların öz kaynaklarından sağladıkları başka orta vadeli krediler de bulunmaktadır. Belirli bölgelerin veya sektörlerin gelişmesine hızlandırabilmek için sağlanan devlet teşviklerinin finansmanında kullanılacak krediler, devletin desteği ve yönlendirmesiyle, farklı yöntem ve vadelere sahip olabilmektedir. Burada yatırımları özendirme yöntemi olarak; bazı durumlarda faiz farkı iadesi yapılmakta, bazı durumlarda ise kredi kullanımını destekleme primi verilmektedir. Ayrıca, firmalar bankalardan doğrudan kredi de alabilmektedirler. Çeşitli sektörlerle bu kredileri veren uzman bankalar bulunmaktadır. Örneğin; dış ticaret kredileri için Eximbank, imar ve konutlar için İmar Bankası vb. gibi. Kredilerin kullanım alanı, fonların teslim şekli ve geri ödenme vadesi ve geri ödeme planına göre maliyetleri farklılık göstermektedir. Bankalar verdikleri krediler için maddi teminatlar ve kefiller de istemektedirler. Maddi teminat (ipotek) karşılığı alınan banka kredilerinin ödenmemesi durumlarında bu teminatlar paraya çevrilerek, kredi alacağı tahsil edilebilmektedir (Kaymakçı, 1991: 24).

Orta dönemli banka kredileri ile diğer işletme kredileri arasındaki iki temel fark bulunmaktadır: Birincisi; vadenin 1 yıldan daha fazla olması, ikincisi; verilen kredinin bir borç anlaşmasına bağlanmış olmasıdır. Orta dönemli borçların ödenme işlemi, ödeme planı çerçevesinde 3 aylık, 6 aylık veya yıllık taksitler şeklinde yapılabilmektedir. Ödeme planları genellikle borçlu işletmenin nakit girişlerine göre hazırlanır. Ödemeler çoğunlukla eşit taksitler şeklinde yapılır. Kredi, yıllık eşit taksitler halinde ödendiğinde, ilk yıllardaki taksitler içinde faizlerin payı büyük bir yer tutar.

Taksitler ödenmeye devam edildikçe faizlerin tutarı azalır, ana paranın ödemesi artar. Böylece krediyi kullanan firma borcunu erken kapatmak istese bile banka söz konusu işlemde beklediği getiriye elde etmiş olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 185). Firmalar tarafından orta dönemli (vadeli) kredilerin temel kullanım yerleri şöyledir (Akgüç,1994: 600–601):

- Yeni sabit sermaye yatırımlarını (fabrika binası, depolama alanı inşası, üretimde kullanmak üzere gerekli enerji ve altyapı çalışmaları, yeni makine-teçhizat alımı vb.) finanse etmek,
- Mevcut sabit varlıkların ekonomik değerini arttırıcı çalışmalar (fabrika binalarının bakım ve onarımı, makinelerin yenilenmesi ve teknolojik seviyelerinin artırılması vb.),
- Net işletme sermayesi miktarını arttırmak (bu yolla firmanın risklilik seviyesini düşürmek),
- Var olan bir borcun ödemesini yapmak ve

Yeni bir işbirliğinde bulunmak, bir firmayı aktif ve/veya pasifleri ile satın alabilmektir

1.3.2.2. Dönen Krediler

Dönen (rotatif) krediler; önceden tespit edilmiş kredi limitlerini aşmamak şartıyla, tekrarlanan kredi kullanımı şeklindedir. Ticaret bankalarına özgü bir orta vadeli finansman şekli olan rotatif (dönen) krediler, firmaların orta vadeli fon taleplerinin karşılanmasında büyük bir kolaylık/esneklik sağlamaktadır. Bu tür krediler, gelecekte krediye geteksinim duyacağını öngören, ancak bunun miktar ve zamanının tam olarak kestiremeyen firmalar için çok yararlıdır (Usta, 2005: 27). Dönen krediden faydalanan firma, borcunu ödedikçe tekrar yeni krediler kullanma hakkına da sahip olacaktır (Kaymakçı, 1991: 45). Bu yönüyle dönen krediler, firmalar açısından kaynak sağlanmasında önemli kolaylıklar barındırır (Saraç, 2018: 54).

1.3.2.3. Forfaiting

Forfaiting, kredili mal ve hizmet ihracından doğan ve gelecek dönemlerde tahsil edilebilecek olan orta dönemli ve bir banka tarafından garanti edilmiş senetli veya

senetsiz bir alacağın vadesinden önce bir aracı kuruluşa satılarak, firmaya nakit temin edilmesi işlemidir (Güreşçi Pehlivan, 2010: 33).

Senetli ya da senetsiz her türlü alacak, forfaiting işlemine konu edilebilir. Fakat pratikte forfaiting işlemleri genellikle poliçe ve bono gibi senetlerle garanti altına alınmış alacaklar için yapılmaktadır. Alacağın satıcısına *forfaitist*, alacağı devralan işletmeye de *forfeiter* denir. İthalatçı firma, güvenilir bir kuruluş değilse, forfeiter, kendine devredilen alacağın, aval⁹ ya da benzeri şekilde kabul edebileceği bir banka teminatına bağlanmasını y-talep edebilir. Bu şekilde forfeiter'in alacağını tahsil edememesi riski azaltılmaktadır. Öte yandan, bu tür bir garantileme sistemi, alacakların ikincil piyasalarda (türev ürünler piyasalarında) işlem görmesine de olanak sağlamaktadır. Böylece, forfeiter'in alacağını ödeme tarihine kadar elinde tutmasına da lüzum kalmamaktadır. Uluslararası ticaret alanında artan rekabet, ihracatçıların ithalatçılara daha uzun dönemli mal satımlarına sebep olmaktadır. Bunun doğal bir neticesi olarak ihracatçılar da alacaklarını tahsil edememe, faiz ve/veya kur riski gibi ek risklere de yüklenmek durumunda kalabilmektedirler (Ceylan, 2001: 179). Forfaiting işlemlerinde vade, 6 ay ile 10 yıl arasında değişebilmektedir. Kullanılan kredinin geri ödenmesi, genellikle altışar aylık taksitler halinde gerçekleştirilmektedir (Güreşçi Pehlivan, 2010). Forfaiting türü finansman, sabit faiz oranıyla yapılan bir finansmandır. Forfaiting işlemleri, firmaların bilançolarında yer almadığından, kredi verecek kurumlara karşı da şirket bu yolla bir avantaj sağlamış (bilgi gizleyerek, kredibilitelerini artırmış) olmaktadır (Erdemol, 1992: 69).

Forfaiting finansman yönteminden faydalanılarak finanse edilen mal ve hizmet alım-satımı çeşidindeki artış, ödemelerde kullanılacak finansal enstrüman noktasında da bir çeşitlendirmeye neden olmuştur. Forfaiting işlemleri, genellikle uluslararası konvertibilitesi kabul göre dövizler cinsinden (ABD Doları, Euro, İsviçre Frangı, Yen, Sterlin ve İsveç Kronu) yapılmaktadır.

Forfaiting sözleşmeleri, orta dönemli kambiyo (döviz) piyasalarının bulunduğu her ülkede yapılabilmektedir. Burada mühim olan, anlaşmaya konu paraların ülkeler arasında transfer edilebiliyor olmasıdır. Günümüzde, Londra, Zürih ve Frankfurt'ta

⁹ Aval; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 700-702. maddelerinde düzenlenen bu işlemde; bir ticari senedin, borçlusunca ödenmemesi durumunda, senet bedelinin, karşı tarafa ödeneceğine dair, üçüncü bir kişi ya da kuruluş tarafından alacaklıya verilen güvencedir (Can, 2013).

gelişmiş forfaiteer piyasaları bulunmaktadır. Bu konudaki talebin her geçen gün artıyor olması, birçok banka ve kredi kuruluşunun forfaitingi kendi operasyonlarına dahil etmelerine sebep olmaktadır. Forfait piyasalarının genişleme nedeni olarak; kredi faizlerinin yüksek olması ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar, finansal varlıkların transferi işlemlerinin risk seviyelerindeki yükselişler, sigorta primlerinin fazlalığı, ihracat kredisi sigortası ve garanti koşullarının daha kısıtlayıcı şekle gelmesi gibi faktörler sayılabilir. Öte yandan, forfait piyasasından sağlanan hizmet çeşitlerinde de önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Bu gelişmelerden birincisi; ikincil forfait piyasasının gelişmesidir (Özdemir, 2005: 198-198). İkincil piyasaların gelişimi, forfaiteerlerin, yeni forfaiting işlemlerine girmelerini kolaylaştırmaktadır. İkincil piyasalarda, eldeki senet ya da poliçeler bütün olarak ya da parça parça da satılabilmektedir. Londra piyasası, en aktif ikincil forfait piyasasıdır. Forfaiteerler hem birincil, hem de ikincil piyasalarda faaliyet göstermektedirler. İkincil piyasalardaki işlemlerde genellikle gizlilik hâkimdir. Bu nedenle, alıcılara poliçe ya da bonolar doğrudan transfer edilmez. Onun yerine, alıcıya tutar, vade tarihi, garantör ve borçlu hakkındaki bilgiler verilir. Forfaiting piyasasındaki yeni gelişmelerden ikincisi de; büyük miktarda işlemlerde sendikasyon yoluna gidilebilir olmasıdır. Yani bu krediler için bir tek bankanın/forfaiteer'in finansal imkanları yetmediğinde, finansal kuruluşlar arasında bir konsorsiyum kurulabilmekte ve fon talebi buradan karşılanabilmektedir. Bu işlem aynı zamanda riskin paylaşımını da beraberinde getirmektedir. Forfaiting piyasalardaki üçüncü önemli gelişme; birincil piyasalardaki sabit faizli borçlanmalardan, ikincil piyasalardaki değişken faizli borçlanmalara geçilmesi olmuştur (Koca, 2010).

1.3.2.4. Leasing

Finansal kiralama ya da bir makine veya ekipmanın kiralanması anlamına gelen Leasing kelimesinin karşılığı olarak Türkçede; finansal kiralama veya teçhizat kiralama kredisi gibi kavramlar kullanılmaktadır. Fakat bu kelimelerden hiç birinin İngilizce olan *leasing* kelimesinin içerdiği anlamı tam olarak verememektedir. Bu sebeple, Türkçede yazılmış birçok eserde de finansal kiralama kavramını kullanmak yerine doğrudan *leasing* kelimesinin kullanılması daha yaygındır. Çünkü İngilizcede leasing; kira veya ürün kiralamasından çok daha farklı bir anlamda kullanılmaktadır. Bu nedenle, Avrupa

ülkelerinin çoğu, bu kavrama kendi dillerinde bir karşılık bulmak yerine doğrudan *leasing* kelimesini kullanmayı tercih etmektedirler (Güreşçi Pehlivan, 2010).

Kiralama uygulamalarının geçmişi, Fenikelilere kadar dayanmaktadır. Tarihteki ilk finansal kiralama uygulaması; gemi ve toprak kiralamaları olarak görülmektedir. İngiltere’de 1840’lı yıllarda demiryolu vagonları da kiralanmıştır. Bu işlemleri gerçekleştirebilmek üzere dünyadaki ilk tescil edilmiş kiralama şirketi; Birmingham Wagon Company, 25 Mayıs 1885’te kurulmuştur. Bu işlemlere leasing adı verilmiştir (Kırmızıtaş, 2016: 5 - 6).

Leasing ya da finansal kiralama işleminin uygulanmasında karşılaşılan bütün tür ve biçimlerini kapsayacak bir tanımının yapılması zordur. Bu nedenle, leasing tanımları genel olarak finansal kiralamanın özelliklerini de yansıtmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 93). Finansal kiralama (leasing); kiralama süresi bitiminde mülkiyet haklarının kiralayıcıya devredilip devredilmemesine bakılmaksızın, bir ekonomik varlığın mülkiyetine sahip bulunmaktan kaynaklanan bütün riskleri ve yararlarının kiracıya devredilmesi sonucunu doğuran bir kiralama şeklidir (Parasız, 1990: 27 - 28). Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Heyeti ve Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASC), bir kira anlaşmasının finansal kiralama sayılabilmesi için aşağıda yer alan dört şarttan en az birinin sağlanmasının gerektiğini ifade etmiştir (Coşkun Kaderli, 2013):

Kira süresi bitiminde , malın sahipliğinin kiralayıcıya devrinin öngörülmesi,

Anlaşmanın, kiracıya, kira bitiminde, malı o tarihteki öngörülen piyasa fiyatından daha düşük bir değerden devralma hakkını veriyor olması,

Kiralama süresinin, varlığın öngörülen ekonomik ömrünün en az %75’ine eşit olması ve

Kira ödemeleri toplamının, kira süresinin başlangıcındaki değerinin, malın piyasa değerinin en az %90’ına eşit olmasıdır.

Gelişmiş ülkelerde leasing yönteminin yaygınlaşmasında etkili olan nedenler; sermaye yatırımlarının teşvik edilmesi, yani girişimcilerin dinamik bir şekilde çalışmalarına uygun bir ortam ve güçlü bir mali yapı sağlamasıdır. Japonya’da ilk finansal kiralama şirketi olan Japon Finansal Kiralama şirketi, 1963 yılında kurulmuş ve uluslararası faaliyetlerine 1980’li yıllarda başlamıştır (Coşkun Kaderli, 2013).

Türkiye’de finansal kiralama şirketlerinin verilerine göre, finansal kiralamaya konu olan mallar aşağıda yer almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 193):

- Tekstil makineleri ve tezgâhları,
- Bilgisayar ve yüksek teknolojili bilgi işlem ekipmanları,
- Uçak ve helikopterler,
- Matbaalarda kullanılan makineler,
- Tankerler, kuru yük gemileri, ro-ro ve diğer deniz araçları,
- Sanayi sektöründe kullanılan kalıplar,
- Tıbbi görüntüleme cihazları,
- Telefon santralleri ve diğer haberleşme araçları,
- Elektronik şans oyunu makinaları,
- Otobüsler,
- Tezgâhlar, makinalar,
- Komple fabrikalar,
- Şirketler için otomobiller,
- İnşaat sektöründe kullanılan makineler, vinçler, her çeşit taşıtlar,
- Komple hastane, otel ve bürolar ve bunlara ait donanımlar,
- Enerji tesisleri,
- İhracata dönük üretim bantlarıdır.

Leasing yöntemindeki kiralama işlemleri genel olarak; yurtiçi finansal kiralama ve uluslararası finansal kiralama şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Kiralamanın “yurtiçi” veya “uluslararası” olması, kiralamaya konu olan malın ithal edilip edilmeyeceğine göre belirlenmemektedir. Firmalar leasing yöntemi sayesinde, istedikleri malları kiralama yoluyla edinerek, teknolojik yönden eskime ve demode olma riskini, ürünü kiralayan firmalara yükleyebilmektedirler¹⁰ (Coşkun Kaderli, 2013).

¹⁰ Günümüzde devlet hastaneleri veya üniversite araştırma hastanelerinde kullanılan MR ve Bilgisayarlı Tomografi (BT) cihazlarının çoğu bu yöntemle edinmekte, cihazların ekonomik ömrünün dolmasından önce de aracı kurum tarafından değiştirilmesi ve daha yüksek teknolojili cihazlara geçilmesi sağlanmaktadır. Benzer şekilde günümüzde yaygınlaşan araç/filo kiralama işlemleri de bu sisteme güzel bir örnektir.

1.3.3. Uzun Vadeli Finansman Kararları

Uzun vadeli fon kaynakları denildiğinde genellikle, 5 yıldan daha uzun vadeli olan fonlar anlaşılmaktadır. Uzun vadeli fonlar, işletmeler tarafından özellikle sabit varlıkların (fabrika binaları, depolama alanları inşası, alt ve üst yapı çalışmaları ile makine ve teçhizat alımı) finansmanında kullanılmak üzere talep edilmektedir. En önemli uzun vadeli fon kaynağı olarak sermaye piyasası (menkul kıymetler borsaları) akla gelmektedir. Bunun haricinde bir kısım uzun vadeli fonlar, işletme içi ve işletme harici kaynaklardan da sağlanabilmektedir. İşletme içinden sağlanabilecek kaynaklar; özsermaye ve otofinansman dır. İşletme dışından sağlanan kaynaklardan elde edilen fonlar ise hisse senedi ve tahvil ihraç edilmesi ve uzun vadeye yayılmış banka kredileri şeklinde sağlanan fonlardır (Poyraz, 2008: 144).

Uzun vadeli finansman kararlarının verilebilmesi için mevcut kaynak alternatiflerinin taranması ve bu kaynaklar arasından en uygun uzun vadeli finansman kaynaklarının seçimi, firmaların sık karşılaştıkları bir konu değildir. Bu problem, şirketlerin kuruluş aşamasında veya büyük yatırımları gerçekleştireceği dönemlerde ortaya çıkar. Bu tür konularda alınacak karar, uzun sürer firmanın faaliyeti ve kârları üzerinde etkili olacaktır (Usta, 2005: 27). Firmalar sürekli olarak kullanmakta oldukları duran (sabit) varlıklarını finanse etmek amacıyla uzun vadeli finansman kaynaklarına gereksinim duyarlar. İhtiyaç hissedilen bu uzun vadeli finansman kaynakları ise, özkaynaklar ve yabancı (dış) kaynaklar olmak üzere iki yoldan sağlanabilir. İşletmenin ortakları tarafından işletmeye sağlanan fonlar öz kaynakları oluştururken, Özkaynaklar harici kaynaklar yabancı kaynaklardır. Yapılacak bir yatırımın özkaynaklarla finansmanın aşağıda yer alan yararları vardır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 209):

- Bu fonlara karşılık faiz benzeri sabit ödemeler yapılması zorunluluğu yoktur.
- Bu yolla elde edilen fonların kullanılması, yabancı kaynaklarda olduğu gibi belirli bir zaman dönemiyle sınırlı değildir.
- Ortakların verdiği sermaye, kredileri verenler için de bir çeşit güvencedir. Bu sermaye, firmaya açılacak krediler için de bir ölçüttür. Yeteri kadar özsermayeye sahip olan bir firma, kredi koşulları yönünden de pazarlık gücüne sahip olacaktır.
- Özsermaye iştirakçileri şirket yönetiminde de söz hakkına sahiptirler.

Özkaynakların finansman sakıncaları ise şöyle sayılabilir:

- Net kârların paylaşımında, yeni ortaklar, mevcut (eski) ortaklarla eşit haklara/ayrıcılıklara sahip olabilirler.
- Kâr payları, tahvil/bono faizi gibi, vergi matrahı da işletme giderleri arasında vergi matrahından düşülemez.

İşletmeler genellikle hisse senedi ve tahvil arz ederek, uzun vadeli fonlar sağlarlar. Bazı durumlarda firmalar otofinansmana giderek özkaynaklarını arttırabilecekleri gibi, finansal kurumlardan da uzun süreli borçlanarak fon sağlayabilirler (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 421). Uzun vadeli finansman için hisse senedi ve otofinansman yöntemleri söz konusu olup, bu yöntemlerin detayları aşağıda verilmiştir.

1.3.3.1. Hisse Senedi İhracı

Hisse senedi; şirketlerin, sermaye piyasasından (borsalardan), uzun vadeli fon temin etmede kullanabildikleri önemli bir dış finansman aracı türüdür. Menkul kıymet borsalarının istediği temel şartları sağlayan şirketler tarafından, firmanın piyasa değerinin belirli bir yüzdesinin küçük hisselerle bölünmesi yoluyla oluşturulan hisse senetleri, aracı kurumlar eliyle, menkul kıymet borsaları üzerinden halka arz edilir. Buna ilk arz denir ve ilk halka arzlarda genellikle bankalar ve büyük aracı kurumlar alırlar bu hisse senetlerini. Daha sonra yine bu kurumlar taraf tarafından borsada işleme açılan hisse senetleri, ikincil piyasa da denilen ve küçük yatırımcıların da işlem yapabildiği piyasalarda alınıp satılmaya başlanır. İlk halka arzda elde edilen gelir, belirli masraflar düşüldükten sonra, ihracı yapan şirkete verilirken, ikincil piyasalardaki alım satımların kar ve zararları, bu piyasadaki yatırımcılara kalmaktadır.

Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 3 Ocak 1986’da işlemlere başlamış olup, bu tarihten önce firmalar hisse senedi ihraç ederek fon sağlama olanağından mahrum bulunmaktadır. Günümüzde hisse senedi arz edebilmek için menkul kıymetler borsası üzerinden halka açılan Anonim Şirket sayısı hızla artmaktadır. Ayrıca firmalar, kısmen tekrar değerlendirme kanunlarından yararlanmak, kısmen de ihtiyaç duydukları özsermayeyi sağlayabilmek amacıyla, sermayelerini artırma yoluna gidebilmektedirler. Türkiye’de bu işlemler sonucunda, tedavüle (kullanıma) çıkarılıp, Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin sayısı ve işlem hacminde

önemli artışlar kaydedilmiştir. Hisse senetleri modern birer finansman aracıdır. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, hisse senedi sahipleri, firmaların bir tür¹¹ ortağı durumuna gelmekte ve firmanın kârlarından pay almaktadırlar (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 421 - 422).

Büyük şirketlerin genellikle çok fazla sayıda ortağı bulunmaktadır. Bu tür firmalar ek fona ihtiyaç hissettiklerinde, sermaye artırımına gidebilirler ya da hisse senedi ihraç edebilirler. Firmalar her zaman hisse senedi ihraçlarında ortakların görüşünü almak zorunda değildirler. Mevcut hissedarların onayını almaksızın ihraç edebilecek hisse senedi miktarına, *kayıtlı sermaye* adı verilmektedir (Akkale, 2013: 22 – 24).

1.3.3.2. Otofinsanman Yoluyla Fon Sağlama

Otofinsanman, bir şirketin kendi kendine fon yaratmasını ifade etmektedir. Bu işlem, belirli bir dönemde elde edilen kârın tamamının ya da belirli bir kısmının ortaklara dağıtılmayarak şirket kasasında tutulmasıyla oluşur (Dayı ve Akdemir, 2013: 6 -7).

Firmaların otofinansmana başvurularıyla, sermaye artırımına ihtiyaçları veya işletme yönetiminde yetkili olabilecek ek ortaklar bulmalarına da ihtiyaç kalmaz. Küçük ve orta ölçekli, kredilere erişim imkânları sınırlı firmalar açısından fon temin edilmesinde en temel yol olan otofinansmana başvurulmasıyla sabit bir yük olan faizden de kurtulunmuş olur. Otofinsanmanın, firmaların finansal güçlerini arttırmak ve kaynak maliyetlerini düşürmek açısından yararlı olmasına karşılık, bir faaliyet masrafı doğurmaması ve tekrar ödeme zorunluluğu olmaması nedeniyle, yöneticilerin şirket ortaklarına herhangi bir hesap verme zorunlulukları da bulunmamaktadır. Bu da bir kısım yolsuzlukların önünü açabilmektedir/ bazı sakıncalar doğurabilmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 425). Otofinsanman iki şekilde yapılabilir:

- Açık otofinansman
- Gizli otofinansman

Bunların detayları aşağıda incelenmiştir.

¹¹ Hisse senetleri, şirket ortaklığının çok küçük paylarını içerdiği için, bu hisse senetlerini ellerinde bulunduran yatırımcıların, şirket yönetimine doğrudan veya dolaylı olarak katılma ve verilecek kararlar üzerinde söz sahibi olma hakları yoktur.

1.3.3.2.1. Açık Otofinansman

Açık otofinansman; kârların ortaklara dağıtılmayıp, firmada tutulması ve özsermayeye katılmasıyla gerçekleştirilen finansmandır. Kârlar ortaklara dağıtılmıyor, bireysel firmalarda firma sahibine ait sermaye hesaplarında muhafaza ediliyor veya anonim şirketlerde yedek akçe olarak hesaplara kaydediliyorsa, açık otofinansman işlemi yapılmış olmaktadır (Kılıç, 2017: 326). Açık otofinansman işlemi kapsamına giren işlemler aşağıda incelenmiştir.

1.3.3.2.1.1. Dağıtılmayan Kârlar

İşletmelerin yılsonundaki net kârlarından, firma ortaklarına dağıtılmayıp, şirket kasasında / hesaplarında tutulan kısmıdır. Bu işlemin yapılabilmesi için, şirket yönetimlerinin buna izin vermiş olması gerekmektedir. Bazı durumlarda Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK) veya Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) gibi üst kurumlar da karların dağıtılmayıp, şirket hesaplarında bırakılmasına karar verebilmektedirler. Kar dağıtımının yapılmaması, şirketlerin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilemektedir (Yılmaz, 2017).

1.3.3.2.1.2. Yedekler

Yedekler; işletmelerin istikrarını sağlamak amacıyla, fiyatlardaki ani düşmelere benzer öngörülemez zararlar karşılık olarak, şirket kârlarından ayrılan ve belirli kurallara uydun şekilde kullanılabilen fonlardır. Yedek akçeler, kendi içinde kanuni (zorunlu) ve ihtiyari (iradi) olarak iki alt kısma ayrılır. Yasal yedekler¹²; Türk Ticaret Kanununa göre, firmaların ayırmak mecburiyetinde oldukları yedek akçelerdir. Türk Ticaret Kanununun 466. Maddesindeki bilgilere göre; ödenmiş sermayenin %20'sine erişene dek her sene kârların %5'i yasal yedek akçe olarak ayrılmalıdır. Firmalarda ihtiyari (gönüllü) yedek akçe ise; sözleşmede belirtilen alanlarda kullanılmak ve şirket amaçlarının gerçekleştirilmesini sağlayabilmek için ayrılan fonlardır. Özellikle, firmanın gelişmesi ve genişlemesi amaçlı kullanılacak yedek akçeler, işletmelerin en

¹² Bunlara; kanuni yedek akçe adı da verilmektedir.

temel iç finansman kaynaklarıdır. Yönetim Kurulu'nun teklif etmesi ve Genel Kurul'da verilen kararlar üzerine, genişleme amaçlarına ulaşabilmek için, net kârın bir kısmı, hissedarlara dağıtılmayıp, firma kasasında/hesaplarında bırakılabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 212).

1.3.3.2.1.3. Karşılıklar

Karşılıklar; hesap dönemleri sonunda karşılaşma ihtimali olan giderleri için firmaların ayırdıkları fonlardır. Karşılık ayırmak, belirli bir hukuki yükümlülüğün varlığını da gerektirmez. Bu alanda güçlü bir ihtimalin varlığı, karşılık ayrılmasını gerekli hale getiren geçerli bir nedendir. Temel karşılık hesapları; şüpheli alacaklar karşılığı, amortismanlar¹³ ve değer kaybı karşılığı hesaplarıdır (Akça ve Gönen, 2015: 91 – 92).

1.3.3.2.1.4. Amortismanlar

Amortismanlar, aktiflerde ve duran varlıklarda zamanla meydana gelen değer kayıplarını karşılamak üzere ayrılan fonlardır. Amortisman kelimesi, Fransızcadaki *amortir* kelimesinden türetilmiştir. Kavramın Fransızcası; *amortissement*'tir (Topla, 2010: 3). Genel olarak; firmaların duran varlıklarında (bina, makine ve teçhizatlar) meydana gelen yıpranma ve aşınmaları ifade eder (Peker ve Kılıçer, 2018: 128).

1.3.3.2.1.5. Şüpheli Alacaklar Karşılığı

Vaktinde ödenemediği için yargıya taşınan, icra ve dava konusu olan, vade yapısı üç defa uzatılmasına karşın yine de tahsil edilmesi mümkün olmayan, protesto mektubu gönderilmesi ve bir defadan çok tekrarlanan yazılı isteme karşın ödenmeyen alacaklar, şüpheli alacaklar olarak tasnif edilmektedir. Bu tür alacaklar içinde firmaların belirli bir miktar karşılık ayırmaları gerekebilmektedir (Fidan, 2019: 38 - 40).

¹³ Sabit varlıklarda meydana gelen aşınma ve yıpranmaların telafisi için kullanılan fonlara amortisman adı verilmektedir (Dinçer, 2014).

1.3.3.2.1.6. Stokların Değer Kaybı Karşılığı

Stoklarda zaman içinde meydana gelen değer düşmeleri, stokların maliyeti bilanço'ya kaydedilmesi yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir. Bu sorunu çözebilmek amacıyla, stoklar ya cari piyasa değeriyle değerlendirilme işlemine tabi tutulurlar veya maliyet değerleriyle gösterilebiliyor ise, bilançonun pasif kısmına, stoklarla ilgili bir değer kaybı şeklinde karşılık hesabı açılırsa uygun olacaktır (İbiş, 1998: 141-142).

1.3.3.2.2. Gizli Otofinsman

Gizli ofofinsman; gizli yedek akçeler ayrılması şeklinde yapılır. Gizli yedek akçeler genel olarak aktif değerlerin olduklarından daha düşük, amortisman oranlarının olduklarından daha yüksek, şüpheli alacakların da var olandan daha büyük veya pasifler hesabındaki borçların daha fazla gösterilmesi yöntemleriyle yaratılır (Kılıç, 2017).

Otofinsman ile fon temin etmek, genellikle firmalar açısından faydalı bir yöntemdir. Günümüzde firmalar, finansman ihtiyaçlarının önemli bir kısmını ofofinsman ile karşılamaktadırlar. Çünkü ofofinsman, firmalar için krizler karşısında emniyet akçesi görevi görmektedir. Ancak ofofinsmanın aşırı yapılması, işletmeler için bir kısım sakıncalar da yaratabilmektedir. Söz konusu sakıncalardan bazıları şunlardır (Coşkun Kaderli, 2013):

- Özellikle halka açık şirketler küçük ortaklarına, kâr dağıtmadıklarında, sermaye piyasasında kendilerine duyulan güveni kaybedebilirler.
- Aşırı ofofinsman, işletme ortaklarını uzun süre kâr almadan yoksun bırakacağı için, ortakların bundan hoşnutsuz olmalarına ve hisse senedi değerinin düşmesine sebep olabilir.
- Otofinsman, işletmeye kaynaklarını mantıklı olmayan şekillerde kullanma fırsatı verebilir.

Firmaların diğer kaynaklardan temin ettikleri uzun vadeli fonlar, genel olarak ticari banka kredileri ve tahvil ihracı ile sağlanmaktadır. Bu yöntemlerden tahvil ihracının detayları aşağıda incelenmiştir.

1.3.3.3. Tahvil ihracı

Türk Ticaret Kanununa göre tahvil; Anonim Şirketlerin, borç para bulabilmek amacıyla, itibari değerleri eşit ve üzerlerinde yazılı olan ibareleri aynı olmak üzere çıkarabilecekleri borçlanma senetleridir.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, firmaların uzun süreli dış fon sağlamak üzere başvurdukları en önemli yollarından birisi de tahvil ihraç etmektir. Kanuni olarak temel yeterlilik şartlarını sağlayan şirketler, belirli bir vade ile piyasadan borç bulabilmek için, kendi ad ve unvanları ile düzenlenmiş borçlanma kağıtları satabilmektedirler. Bu borçlanma senetlerinden vadesi bir yıla kadar olanlara; bono, vadesi bir yıldan daha uzun olanlara tahvil adı verilmektedir. Genellikle uzun vadeli bir finansman aracı olarak kullanıldığı için bu alanda tahvil kullanımı daha yaygındır.

Türkiye’de 1970’lerden sonra büyük firmalar, bu imkândan faydalanmaya başlamıştır. Fakat, Türkiye’de tahvil çıkararak fon sağlanması, daha ziyade orta süreli bir finansman aracı konumundadır. Çünkü tahvillerin vadeleri çok uzun süreli olmamaktadır.

Türkiye’de tahvil çıkararak sermaye piyasasından fon sağlamak imkânı, Türk Ticaret Kanunu ile sadece anonim şirketlere (AŞ) tanınmıştır (Kandır ve Yakar, 2017). Ek olarak, bazı Kamu İktisadî Teşekkülleri (KİT), anonim şirket statüsünde bulunmasalar bile özel kanunların verdiği yetkiyi kullanarak, tahvil ihraç edebilmektedirler. Görüldüğü üzere; Türkiye’de tahvil çıkarmak, sadece belirli bir hukuksal konuma sahip bulunan firmaların yararlanabilecekleri bir imkandır (Akgüç, 1994: 642)..

Türkiye’de tahvil piyasasının yaklaşık %90’ı devletin fon taleplerini karşılamada kullanıldığından ve işletmelere tahvil çıkarma işlemi daha maliyetli geldiği için, şirketlerin tahvil ihracı yoluyla fon edinimi Türkiye’de yeterince gelişmemiştir (Aksan, 2018).

Son yıllarda Türkiye’de çıkarılan tahviller, her an paraya çevrilebilir hale getirilmiştir. T.C. Merkez Bankası, tebliğleri ile itfa süresi üç yılı aşmayan, kısa süreli tahvillerin çıkarılmasına da olanak verdiği için ve Sermaye Piyasası Kurulu da tahvillerin vadesi iki yıldan kısa olamaz şeklinde düzenlemede bulunduğu için,

Türkiye’de tahvil çıkarılması, orta vadeli bir fon sağlama aracı olarak nitelendirilebilir (Akgüç, 1994: 642).

Tahvil çıkarma yoluyla finansmanda tahvillerin alıcıları genellikle küçük tasarruf sahipleri olabileceği gibi bankalar, yatırım fonları ya da yatırım şirketleri olabilmektedir. Kişiler genelde tek başlarına yeterli bir sermayeye sahip olamazlar ve birbirlerini tanımazlar. Bu açıdan, geniş bir halk kitlelerinin, ellerinde bulunan küçük şekilde tasarrufları bir araya getirmesi ve yeterli bir güç halinde işletmelerin kullanımına sunması, tahviller aracılığıyla önemli ölçüde gerçekleşmektedir. Tahvil çıkarma masrafları ile tahviller için işletmelerin ödedikleri faizler, işletmelerin yıllık kârının vergi matrahından gider olarak düşünüldüğünden, tahvil faizleri kurumlar vergisi matrahını azaltıcı bir niteliğe de sahiptir. Diğer yandan, masraf olarak yazılabilen tahvil faizleri ile maliyetler de nispeten düşük miktarda olmakta ve enflasyonun etkisini azaltmaktadır. Tahvil yolu ile finansmanda, işletmeler, ödemiş oldukları faizleri gider olarak gösterebilecekleri için, daha az miktarda vergi öderler. (Kandır ve Yakar, 2017).

1.4. YATIRIM KARARLARI

İşletmeler, sahip oldukları varlıkları, faaliyet alanlarına uygun, kısa veya uzun vadede en fazla getiriyi sağlayacak yatırımlarda kullanmak isterler. Bu yatırımların sağlayacağı getiriler, geleceğin belirsizliğinden kaynaklanan riskten büyük ölçüde etkilenmektedir. Uzun süreli yatırım çeşitlerinde daha sık görülebilen risk, telafisi güç ve önemli zararlara neden olabileceğinden, uzun dönemli yatırımlara karar verilmesinde, detaylı analizler yapılması gerekmektedir. Yatırım kararları, genellikle tutarı düşük, yeni makineler satın alımı ya da kiralamanması benzeri konularda alınan taktiksel kararlarla, yüksek tutarlı ve firmanın planlanan nakit akışlarını ve risklerini etkileyebilecek nitelikteki stratejik kararlardır. Kullanılan fonların verimliliğinin artırılması, öbür firmalar ile birleşme, devralma ya da satın alma, dış ülkelere dolaylı veya doğrudan yatırım yapma benzeri stratejik kararlar da yatırım kararı olarak değerlendirilmektedir. Finans literatüründe, yatırım kararları ile finansman kararları arasında yakın bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Gülaç, 2014: 1).

Modigliani ve Miller Teorisine (1958, 1961) göre, vergiler, temsil maliyetleri ve asimetrik bilgi gibi piyasa aksaklıkları nedeniyle firmaların finansman kararları ile yatırım kararları birbirlerinden etkilenmektedir. Bu nedenle firma değeri üzerinde etkili olmaktadır. Finans yöneticilerinin, firma değerini artırabilmek için olası piyasa aksaklıklarının etkilerini azaltıcı yönde kararlar almaları beklenmektedir. Bu yatırım kararları, firmaların değerlerini etkilemesi yönüyle, büyük önem taşımaktadır. Bu sebeple, son onay kararı, firmaların üst yönetim kademesinden alınmaktadır. Bir işletmede duran (sabit) varlıklara yapılan yatırımlar, sermaye (makine, teçhizat) harcamaları olarak isimlendirilmektedir. Sermaye harcamalarının planlanması ile, sermaye bütçelemesi olarak adlandırılmaktadır. Sermaye bütçelemesi dört aşamalı bir süreçtir. Bunlar:

- Yeni, kârlı ve verimli yatırım alanlarının araştırılması,
- Yönetim tarafından bir yatırım planının kabul edilmesi,
- Kabul edilen projelerin olası etkilerinin tahmin edilmesi,
- Maliyetlerinin ve yatırımın gidişatının kontrol edilmesidir.

Sermaye bütçelemesi, firmaların gelecekteki başarılarını, kârlılığını, verimliliğini, nakit akışını ve risk seviyelerini etkileyen önemli bir faktördür. Bu yönüyle sermaye bütçelemesi, işletmeler için yaşamsal öneme sahiptir. Şirketler, yatırım alternatifleri arasından bir seçim yapmak, bunları önem derecesine göre sıralamak ve bir kısım yatırımlardan vazgeçmek zorundadırlar.

Finans yöneticilerinin, firmalarının sahip olduğu kaynakları, firma amaçlarına en uygun yatırımlarda kullanmak için, yatırım seçeneklerini detaylı bir şekilde değerlendirip bir karara vermesi beklenmektedir. Sermayenin bütçelenmesi ile ilgili olarak yöneticilerin bir karar verdikten sonra, o yatırımın tamamlanmasını bekleyeceklerini düşünmek şeklindeki bir algı hatalı olacaktır. Çünkü firmalar verdikleri kararları, yatırım sürecinin gidişatına göre değiştirebileceklerdir. Başarılı finansal yöneticiler, bir yatırım projesini değerlendirdikleri zaman, tüm seçenekleri göz önüne alırlar. Şirketlerin yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullandıkları yöntemler, paranın zaman değerini dikkate alıp almamaları yönünden ikiye ayrılmaktadır. Satışlar ile öngörülen bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakılarak, belirli dönemlerdeki yaklaşık nakit akışlarını ve yatırımların geri dönüş sürelerini hesaplayıp, yatırım

seçenekleri arasında tercih yapmak, paranın zaman değerini de dikkate almamak manasına gelmektedir. Net Bugünkü Değer (NBD: Net Present Value: NPV) yöntemi, İç Kârlılık Oranı (İKO), Duyarlılık Analizi ve Kârlılık Endeksi yöntemi, yatırımların değerlendirilmesi işleminde paranın zaman değerini de dikkate almaktadır. Literatürde, yatırımların doğru biçimde değerlendirilmesinde NBD kuralının işletmeleri sağlıklı bir yatırım kararı almaya yönlendirdiği belirtilmektedir (Sarıaslan, 2003: 23 -25; Karahan, 2011: 32).

NBD yaklaşımına göre; bir yatırımın gelecekte sağlayacağı nakit akımların bugünkü değeri, yatırımın başlangıç dönemindeki maliyetini aşıyorsa, bu yatırım, kârlı bir yatırımdır ve yapılabilir (Çonkar ve Özdemir, 2009: 160). Ayrıca NBD kuralı, bugün elde edilen 1 birim paranın, gelecekte elde edilecek 1 birim paradan daha kıymetli olduğu ve şimdi elde edilen paranın bir an önce yatırıma dönüştürülerek, zaman içinde değerinin artırılacağı konusundaki bilinci artırmaktadır. Paranın zaman değerini göz önüne almadan verilen yatırım kararları rasyonel olmayacaktır. NBD, sadece yatırım projelerinden elde edilmesi muhtemel nakit akışlarına ve kullanılacak sermayenin fırsat maliyetlerine bağlıdır. Bu sebeple, sadece finans yöneticilerinin görüş ve değerlendirme şekillerine dayanılarak verilecek yatırım kararları, sağlıklı kararlar olmaya bilecektir. İş dünyasında, yatırım kararı verilirken teori ile pratik bilgilerin bir arada kullanılması ve finans yönetimlerinin karar alma süreçlerinde NBD ve İKO yöntemlerine bir arada ağırlık vermeleri gerekmektedir (Brealey ve Meyers, 2003: 278 - 279).

Firmalar için gereken kaynakların sınırlı olduğu ve bu kaynakların tüm ihtiyaçlar için de tahsis edilmiş olduğu unutulmamalı ve yatırım kararları buna göre verilmelidir. Kurumsal finansal teorinin en önemli işlevi; firmaların doğru yatırım kararlarını verebilmeleri için akıllıca (rasyonel) bir çerçeve sağlamaktır. Buna göre; yatırım kararlarını sadece kâr ve gelir yaratılmasını sağlayacak şekilde vermek akıllıca bir davranış olmayacaktır. Aynı zamanda ekonomideki varlıkların etkin tahsisini ve kullanımını da sağlamaya çalışan/yardımcı eden bir strateji izlenmelidir (Brigham ve Houston, 2004). İşletmelerde verilen yatırım kararları bilançonun aktif bölümündeki gibi ikiye ayrılarak ele alınabilir. Bunlar; dönen varlıklar ile ilgili kararlar ve duran (sabit) varlıklara ilgili yatırım kararları şeklinde olup, detayları aşağıda incelenmiştir.

1.4.1. Dönen Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları

Dönen varlıklar; muhasebe tanımlamasına göre, 1 yıl içinde nakde dönüşebilen varlıklardır (Çelik, 2019: 18). Dönen varlıklarla ilgili yatırım kararları da; firmaların en fazla bir yıllık süre içinde nakde dönüşebilecek olan dönen varlıkların veya cari varlıkların yönetilmesidir. İşletme sermayesi yönetimi, genellikle dönen varlıkların yönetimiyle ilgilidir (Aydın vd. 2003: 133). Dönen varlıklarla ilgili yatırım kararları, çalışma (işletme) sermayesi yönetimi şeklinde de adlandırılabilir. İşletme sermayesi, bir firmanın çalışmasını düzenli bir biçimde sürdürebilmesi, iş hacmini büyütmesi, kredibilitesini arttırma açılarından da büyük bir önem taşımaktadır. Çalışma sermayesi yönetimi, zaman isteyen ve sık aralıklarla tekrarlanan kararların alınmasını gerektiren bir süreçtir. İşletmelerde en sık alınan kararlar, bilançodaki dönen varlık yapısını da etkileyen bu tür kararlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 287).

Çalışma sermayesi (dönen varlıklar) yönetimi, firmaların faaliyetleri sonunda sürekli değişim gösteren ve mal - nakit akımı yaratan bir süreçtir. Başka bir ifadeyle, çalışma sermayesi; firmanın cari aktiflerinden olup, onu yaşatan ve statik pozisyondan dinamik konuma geçiren sermayenin bütününe denir (Weston and Brigham, 1975: 123 - 124). Dönen (değişen) varlıklar, genel olarak bir yıldan daha kısa bir süreçte nakde dönüştürülmesine karşılık, uygulamada bir kısım istisnalara rastlanılmaktadır. Örneğin; bazı devlet borçlanma kağıtlarının (bono ve tahvillerin) nakde dönüşümü, bir yıldan daha uzun bir süreyi gerektirmesine rağmen dönen varlıklar içine kaydedilmektedir (Usta, 2005: 140).

Dönen varlıklara yapılacak yatırımlar, işletme yöneticisi ve işletmeye kısa dönemli kredi veren kuruluşlar açısından büyük önem taşımaktadır. Çünkü dönen varlıklara yapılacak yatırımların maliyet söz konusudur. İşletmelerin dönen varlıklara gereğinden çok yatırım yapması olması, özellikle söz konusu varlıkların borçla finanse edildiği durumlarda, finansman giderlerini arttıracaktır. Dönen varlıklar, özkaynaklarla finanse edildiğinde ise özkaynağın fırsat maliyeti söz konusu olacaktır. İşletme sermayesine (dönen varlıklara) yatırımın gereğinden az olması, firmaların başarısız ve verimsiz olmalarının da temel nedenlerinden biridir. Bu nedenle dönen varlıklara gerekli olan ve yeteri kadar yatırım yapılmalıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 287 - 288).

İşletmelerin dönen varlıklarına yaptıkları yatırım miktarı, çeşitli nedenlerle (mevsim, talep, vb.) yıl içinde değişiklikler gösterebilmektedir. Satışları mevsimsel olarak değişen firmaların stokları ve alacakları belirli mevsimlerde artacaktır. Fakat satışlar azalıp, alacaklar tahsil edildiğinde, dönen varlıklara yapılan yatırımların yine başlangıç seviyesine dönmesi beklenir. Dönen varlıklara yatırımın bir kısmı, yıl içinde dalgalanmalar gösterebilmektedir. Bu şekilde yıl içinde artan ya da azalan yatırımlara, geçici ya da değişir dönen varlık yatırımları adı verilmektedir (Dabbağoğlu ve Dursun, 2009: 52).

1.4.2. Hazır Değerlere Yatırım Kararları

Dönen varlıklara yönelik verilecek yatırım kararları ele alınırken, nakit ve nakde benzeyen varlıklar, yani hazır değerler üzerinde de durulur. Hazır değerler kavramı; belirli bir dönemde firmanın elindeki nakit paralarla, henüz tahsili gerçekleşmemiş veya karşılığı bankaya yatırılmamış çekler, sahip oldukları dövizler, damga pulları, kuponlar ve hemen çekilebilecek banka mevduatlarını da kapsamaktadır (Walker ve Pettii, 1978: 236). Çünkü firmalarda nakit ve nakit benzeri varlıklar önemli bir yer tutmaktadır. Özellikle KOBİ'lerde, nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırımın eksik olması, firma başarısızlığı üzerinde önemli bir rol oynamaktadır (Usta, 2005: 140).

İşletmelerde nakit bulundurmanın en önemli sebebi, nakit varlıkların likidite (hızlı ve kolay kullanım imkanı) sağlanmasıdır. Nakit, işletmelerin faaliyetlerine devam edebilmeleri için ihtiyaçları olan stoklara benzer. Bu sebeple nakit bulundurma kararı, stok bulundurma kararına benzemektedir. Nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırımın doğru biçimde yönetilmesi, firmaların hem faiz geliri elde edebilmesine, hem de gerektiğinde ek fonlara kolaylıkla erişimine olanak sağlar. Son yıllarda bir kısım yöneticiler menkul kıymetlere (hisse senedi, tahvil vb) yatırım yaparak, firma kârlılığını arttırmaktadır. Önceden yöneticilerin amacı, fazla nakit bulundurarak, yatırım fırsatlarından yararlanmak (spekülasyon güdüsüyle para talebi), öngörülemeyen olaylara karşı önlem (ihtiyat güdüsüyle para talebi) ve prestij elde etmektir. Günümüzde yöneticiler, nakit ve nakit benzeri varlıkların verimli bir şekilde değerlendirerek bir yandan satışlarını artırırken, diğer yandan ek fonlar yaratmaya çalışmaktadırlar. Nakit yönetimi açısından, firmaların nakde dönüşüm sürelerinin hesaplanması gerekmektedir. Şirketlerde nakde dönüşüm süresi ne derece uzunsa, firmanın çalışma sermayesine olan

ihtiyacı da o derecede artmaktadır. İşletmelerin nakit tutmalarının sağlayacağı faydalar yanında, bazı sakıncaları da vardır. Bu sebeple, firmalar optimal bir nakit düzeyi tespit etmeye gayret etmelidir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 287 - 288). Kasada belirli miktarda nakit para tutulmasının getireceği başlıca faydalar şöyledir:

- Günlük yapılması gereken ödemelerin zamanında gerçekleştirilebilmesini sağlamak,
- Vadesi gelen borçlar, vergiler, ortaklara kâr dağıtımını vb. ödemeleri vaktinde yapmak,
- Öngörülemeyen olaylara karşı daha hazırlıklı olmak,
- Alımlarda nakit indiriminden faydalanmak,
- Ortaya çıkabilecek yeni yatırım opsiyonlarını değerlendirmek ve
- Bankalarla daha iyi ilişkiler kurabilmektir.

Nakit sıkışıklığının ya da likidite eksikliğinin firmalarda sebep olacağı sakıncalar ise şöyledir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 295):

- Kredi sağlama imkanları zorlaşacağından, firma bütün ödemelerini peşin yapmak durumunda kalabilir,
- Firmaya kredi veren kuruluşlar, işletmedeki artan risk seviyesi nedeniyle kredi maliyetlerini arttırabilir,
- Satıcılar kredili veresiye) mal vermeyebilirler,
- Para ve/veya sermaye piyasalarından uygun şartlarla fon sağlanamayabilirler,
- Ödeme tarihi gelen vergi, prim ve borçların zamanında ödenmemesi nedeniyle, faiz ve cezalar gibi ek bazı giderlere de katlanmaları söz konusu olabilir,
- Alımlarda nakit iskontosundan yararlanılamayabilir ve
- Alacaklı kişi ve kurumların yasal yollara başvurmaları, firmaların varlığını tehlikeye sokabilir.

Nakit eksikliğinin en önemli sakıncalarından biri de üst seviye yöneticilerin, kendi temel işlerini bırakıp, zamanlarını kredi aramaya ve banka yetkililerini inandırmaya harcamalarının gerekesidir (Kaya, 2007: 55).

1.4.3. Alacaklara Yatırım Kararları

İşletmenin yaptığı satışların tahsil edilemeyen kısmı, alacaklar kalemini oluşturur. İşletmeler genelde tüm satışlarını peşin olarak gerçekleştiremezler. Satışların bir kısmının kredili yapılması, müşterilere gösterilen bir kolaylık olduğundan, satışların artması beklenir. Ancak kredi uygulaması sonucunda, bilançonun aktifinde oluşacak alacaklar kaleminin, pasifteki aynı miktar bir artışla karşılanması, yani bunun için bir fon tahsis edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, alacaklar kalemini, işletme açısından bir yatırım olarak değerlendirmek gerekir. Diğer yatırım kararlarında olduğu gibi alacaklara yapılan yatırımda da maliyetlerle getirileri karşılaştırma ve marjinal gelir, marjinal maliyetten yüksek olduğu sürece yatırımı genişletmek uygun olacaktır. Alacaklara yapılan yatırımın getiri ve maliyetini etkileyen başlıca faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Bolak, 2010: 108):

- Satışların kârlılık oranı,
- Alacaklara bağlanan fonların maliyeti (sermaye maliyeti) ve
- Alacakların bir kısmının tahsil edilememe olasılığı (şüpheli alacak oranı)

Alacaklar, şirket bilançolarının aktifler bölümünde yer alan bir varlıklar kalemidir. Dönen varlıklar içinde yer aldığından, çalışma sermayesinin en önemli bileşenidir. Bu nedenle bir firmanın satışlarını arttırmak gayesiyle uygulayabileceği pazarlama çalışmaları, kalite, fiyat, reklam vb. politikalarının yanında, kredi ile satış politikaları da yer almaktadır (Ceylan, 2001: 254). Kredili mal veya hizmet satımı, günümüzde satışlarını arttırmayı arzu eden firmaların kullandığı yaygın bir tekniktir. Mal ya da hizmet, vadeli şekilde satıldığında, satıcılar tarafından alıcılara bir çeşit kredi açılmış olmaktadır. Firmalar, kredili mal ve hizmet satışlarıyla ya diğer firmalara kredi açarlar ya da perakende alım müşterilerine tüketici kredisi kullandırmış olurlar (Uzun, 2008: 249).

Yıllık kredi ile satışların toplamı, yıllık alacakların toplamına bölüldüğünde; *alacak devir hızı* elde edilir. Bu veri, kredili satışlar sonucunda alacaklar için yatırılan fonların firma kasasına dönüş hızını gösterir. Devir hızının çok büyük olması, alacakların tahsilinin hızlı olduğunu gösterir. Alacak devir hızının düşüklüğü, alacaklara yatırılan fonların maliyetinin yükselmesine neden olur. Bu nedenle, alacaklara yatırılan kaynakların tedarik ya da alternatif maliyeti ile bu yatırımdan beklenen nakit girişinin

net şimdiki değerini hesaplamak gereklidir. Net şimdiki değer pozitif çıkması durumunda, şirket değerinde de bir artış yaşanacaktır. Net bugünkü değer negatif çıkması halinde ise, firma alacaklara ek yatırımlarda bulunamayacak veya kredili satış politikasında net bugünkü değeri pozitif yapacak bir satış ve yatırım politikasını tercih edebilecektir. Firmalar, kredili satış politikalarını, talebin belirgin olup olmamasına göre düzenlemektedir. Bu nedenle, talep analizleri, firmalar açısından yaşamsal öneme sahip bulunmaktadır (Dabbağoğlu ve Dursun, 2009: 53).

Ticari kredilerin, firmaları ayakta tutan, büyüten ve ekonomik aktivitelerini hızlandıran bir yönü de bulunmaktadır. Bu sebeple, firmaların alacaklarının toplam aktifler içindeki yeri her geçen gün daha da artmaktadır. Örneğin, ABD’de imalat sanayi şirketleri, satışlarının %95’ini, toptancılık yapan firmalar %90’ını perakende satış ve diğer hizmet şirketleri ise %50’sini kredi kullanarak gerçekleştirmektedir. Bu nedenle, alacaklara yapılacak yatırımların ya da alacakların yönetiminin önemi, günümüzde daha da artmıştır. Alacakların yönetimi, aktifler hesabında önemli boyutlara ulaşan fonların birikmesini önlemeyi hedeflemektedir. Böylece, bu fonların maliyetleri ile satışların artması sonucu doğacak kârlılık arasında bir ilişki tesis edilir. Bu ilişki ile hangi seviyede bir alacak büyüklüğünün işletme için daha faydalı olacağını araştırılması, alacakların doğru biçimde yönetilebilmesinin temelini oluşturmaktadır. Öte yandan, kredili satış yapan firmalar açısından, alacakların vaktinde tahsil edilememe riski de söz konusudur. Bu nedenle, firmalar yalnızca en güvenilir gördükleri müşterilerine kredili satış yaparak, risklerini ve masraflarını en alt düzeye indirmeye çalışabilirler. Böylece kredili satışlar yoluyla elde edilebilecek kâr, kredi maliyetinden daha yüksek olabilir. Bu sebeple, firmalarda kredinin marjinal maliyetin, marjinal satış kârına eşitleyen, optimum kredi miktarının belirlenmesi gerekmektedir. Finans yöneticileri, kredi politikalarını belirlerken, aşağıdaki kararları sık sık vermektedirler (Mehta, 1974: 11):

- Kredili mal ya da hizmetler satın almak müşteriler olduğunda, bu kişilere müşterilere kredi açılmalı mı?
- Eğer kredi açılmasına karar verildiyse, miktarı ne olmalı?
- Müşterilerin borçlarını erken ödemelerini özendirmek amacıyla nakit indirimi yapılacak mı? Evetse, ne oranda?

- Ödemesini geciktiren müşterilerden tahsilatı hızlandırmaya yönelik ne gibi önlemler alınacak, nasıl yaptırımlar uygulanacaktır?

Kredinin açılması ve açılacak kredi miktarının belirlenmesi, firmanın kontrolünde iken, müşterilere yapılacak indirim oranları endüstrideki rekabetle ilintilidir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 296).

1.4.4. Stoklara Yatırım Kararları

Stoklara yapılacak yatırımların amacı, üretimi istenilen düzeyde tutabilmek, teslimatı ve satışı daha önceden belirlenen miktarlarda ve zamanda yapabilmek için, gerekli hammadde ve malzemeleri, en az masrafla elde bulundurabilmektir. Perakendeci ve toptancılar, satış için ellerinde belli bir mal stoku bulundururlar. Üretim yapan işletmeler ise sadece satış için mamul stoku değil, aynı zamanda üretim için gerekli hammadde ve malzemeler ile yarı mamul stoklarını da bulundurmaya zorundadırlar.

İşletmelerde stok tutmayı gerekli kılan nedenlerden bazılarını şöyle sıralamak mümkündür (Blok, 2010:116 - 117):

- Toplu alımların avantajları,
- Talebin önceden kesin olarak belirlenememesi ve
- Düzenli üretim isteği.

Stoklar çalışma sermayesi içinde en alt likidite düzeyine sahip varlıklardır. Birçok firma stoklara ve sabit (duran) varlıklara sahip olmadan, mal ve hizmet üretim faaliyetlerini gerçekleştirememektedir. Toptan satışla ilgilenen firmalar açısından stok bulundurmaya ne kadar önemliyse, nihai mal ve hizmet üretimi ile uğraşan firmaların da hammadde stokları o kadar önemlidir. Bu iki varlığın (nihai ürün ve hammadde/aramalı stoklarının) yönetimi, firmaların kârlılığıyla yakından ilgilidir. Bu varlıkların yönetiminde rasyonel yöntemlerin kullanılması, maliyetlerin azalmasına ve üretim ve satış faaliyetlerinin devamlılığının sağlanmasına katkı verecektir (Uzun, 2008: 273).

Firmalarda stoklar, aktifler içinde mühim bir büyüklüğe sahiptirler. Stok tanımının içine; mamul mallar, hammadde, aramalı ve yardımcı malzemeler de girmektedir. Stoklara yapılacak yatırımlar, sektörler arasında farklılık gösterebilmektedir. Örneğin; ABD’de tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmalarda

stoklar, net varlıkların %50'sini oluştururken bu oran metal sanayindeki firmalarda %23, matbaacılık alanında çalışan firmalarda %15'tir. Bunun yanında, toptancılık ve perakende satış yapan firmalarda stoklara yapılacak yatırımlar, toplam varlıkların %30'undan fazlasını oluşturmaktadır (Yazıcı, 2011). Stoklara yapılan bu yatırımların fazla daha olması, firmaların kârlılığını olumsuz yönde de etkileyebilecektir. Diğer taraftan, stoklara yapılan yatırımların az olması da, satışların ve/veya üretimin düşmesine neden olabilmektedir. Bu sebeple, ilerleyen dönemlerde satışların arttığı öngörüldüyse, stoklar bir miktar arttırılmalıdır. Günümüzde yapılan çalışmalara göre; stokların satışlara oranının %12 ile %20 arasında olması optimal bir seviye olarak kabul edilebilir. Stokların toplam varlıklara oranı ise, %16-%30 arasında olmalıdır (Duman, Arsu ve Apak, 2014).

Bir üretim firmasında üç çeşit stok bulunmaktadır: Bunlar, hammadde, aramalı ve nihai tüketim mallarıdır. Stoklara yapılacak ilave yatırım miktarını belirleyen temel faktörler, stok çeşidine göre farklılıklar gösterebilmektedir. Bir üretim firmasındaki, satış ya da üretim miktarı, üretim sürecinin uzunluğu ve yöntemi, üretilen ürünün arz esnekliği gibi faktörler, stoklara yapılması gereken toplam ve ek yatırım miktarı üzerinde etkili olmaktadır (Ceylan, 2011: 263–264).

Stoklar birçok işletmenin mezarıdır sözü, konunun uzmanları arasında yaygın bir kullanıma sahiptir. Stokların kontrolünün ne kadar önemli bir yönetim konusu olduğu, bu ifadeden de anlaşılmaktadır. Bu nedenle günümüzde stok kontrol yönetimi, satın alma biriminin sorumluluk alanından çıkarılıp, finans biriminin sorumluluğuna verilmiştir (Uzun, 2008: 273).

1.4.5. Duran Varlıklarla İlgili Yatırım Kararları

İşletmelerin farklı kaynaklardan elde ettikleri fonlar, şirket hedeflerini gerçekleştirecek şekilde, duran (sabit) varlıklara ve dönen (sermaye, hammadde, vb.) varlıklara yatırılmaktadır. Duran varlıklara yönelik olarak yapılan yatırımlar, firmaların çalışma sermayelerini de etkilemekte ve işletme sermayesi ihtiyacını da arttırabilmektedir.

Bir firmada, sabit varlıklara yapılan yatırımlar ile dönen varlıklara yapılan yatırımlar beş noktada birbirinden ayrılmaktadır. Bunlar (Blok, 2010: 133 - 134):

Dönen varlıklara yapılan harcama miktarı, duran varlıklara göre daha küçüktür.

Dönen varlıklara yapılan harcamalar genellikle bölünebilir düzeydeyken, duran varlıklara yapılan yatırımlar daha çok bütünlük, bölünmezlik gösterirler.

Duran varlıklar için yapılan harcamalar, dönen varlıklara nazaran daha uzun sürelidir.

Dönen varlıklar, daha hızlı biçimde paraya çevrilebilme özelliğine sahip oldukları için duran varlıklara göre daha likittir ler.

Duran varlıklara yapılan yatırımlar daha önemli kararlar iken, dönen varlıklara yapılan yatırımların işletmenin risk seviyesi üzerindeki etkisi daha düşüktür.

Duran varlıklara yapılacak yatırım kararlarının iyi verilmesi, işletmelerin gelecekteki başarısı açısından stratejik bir öneme sahiptir (Akgüç, 1995: 321). Yatırım harcamalarının firmalar yönünden önemini yükselten, bu harcamalar ile ilgili kararları stratejik şekle getiren temel faktörler şunlardır (Duman, Arsu ve Apak, 2014):

- Sabit varlıklar, bir firmanın varlıkları içinde önemli bir ağırlığa sahiptir.
- Yatırım kararlarını verenler, fonları uzun bir süreliğine belirli alanlarda topladıkları için ileride ortaya çıkabilecek gelişmelerin bir esiri biçiminde olabilmektedirler.
- Sabit varlıklar, üretim sürecinin bir girdisi olarak kullanılmaktadırlar. Bu nedenle, sabit varlıklara yapılacak yatırımlarla, firmanın üretim plânları arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Sabit varlıklara yapılacak aşırı veya eksik yatırımlar, şirket açısından önemli etkiler yaratabilmektedir. Eğer firma, sabit varlıklara aşırı derecede yatırım yapmışsa, gereksiz ve ağır bir finansal yükün altına girmiş olur ve kârlılık seviyesi azalır. Gereklili miktardan daha az yatırım yapılması durumunda ise iki olumsuz sonuç ortaya çıkabilmektedir: Birincisi; firmanın rakiplerinin daha ileri teknoloji ile üretim araçlarını kullanarak, kaliteli ve düşük fiyatlı üretimde bulunmaları durumunda, firma rekabet gücünü ve pazar payını kaybedebilir. İkincisi; amortismanlar nedeniyle yıpranan makine ve teçhizatlar nedeniyle, firmanın üretim kapasitesi azalabilir.
- Sabit varlıklara yapılacak yatırımların miktarı kadar, bu yatırımların zamanlaması da oldukça önemlidir. Zamanlamayla ilgili yapılan hatalar da önemli sonuçlar doğurabilir.

- Sabit varlıklara yapılacak yatırımlar çoğunlukla büyük miktarlardadır ve hepsi bir defada yapılmamaktadır. Bu nedenle firmaların önceden gerekli tedbirleri almaları ve girişimlerde bulunmaları gerekmektedir.
- Yatırım bütçeleri, gelecek dönemlerdeki nakit akışını ve bütçesi etkilemekte, satış ve üretim bütçelerinden de etkilenmektedir.

1.5. TEMETTÜ KARARLARI

Temettü ya da diğer ifadesiyle kâr, firmaların asıl hedeflerinden olup, bu kavramla ilgili tanım ve açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

1.5.1. Kâr Kavramı

Belirli bir hesap dönemi (genellikle 1 yıl) sonunda elde edilen gelirler ile bu geliri elde ederken katlanılan maliyetler arasındaki pozitif farka kâr denilmektedir (Kaderli ve Başkaya, 2014). Bu işlemin sonucu negatif çıktığında, zarar söz konusudur. Kârı; firmanın hesap dönemi sonundaki özsermayesi ile dönem başındaki öz sermayesi arasındaki pozitif fark olarak tanımlamak da mümkündür (Temiz ve İpci, 2018: 409). Literatürde genel kabul gören muhasebe ilkelerine göre;

$$\begin{aligned}
 \text{Bir Hesap Döneminin Kârı} \\
 &= [(Net Satışlar + Diğer Gelirler) \\
 &- (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri \\
 &+ Diğer Giderler)] \quad (3)
 \end{aligned}$$

biçiminde ifade edilebilmektedir. Ticari kâr da denilen bu kâra, *dağıtımdan önceki kâr* adı verilir. Kâr, üç farklı yönden tanımlanabilir (Blok, 2010: 133 - 134):

Hesap dönemi açısından kâr,

Dağıtım türü ve miktarı açısından kâr ve

Vergi hukuku yönünden kâr.

1.5.2. Kâr Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Kararlar

Finans fonksiyonunun önemli bir görev ve sorumluluğu da kâr paylarının dağıtımını veya kasada tutulmasına yönelik kararlardır. Kâr dağıtım politikası; bir hesap dönemi

sonunda kazanılan kârların, şirket ortaklarına dağıtılması ya da firma içinde tutulup, yeni yatırımlara dönüştürülmesi ile ilgili kararları da içermektedir. Özellikle, hisse sahiplerine nakit şeklinde dağıtılacak kâr payı (temettü) miktarını, zaman içindeki kar payı dağıtımını konusundaki istikrarını, karşılıksız hisse senedi biçimindeki temettülerini ve hisse senetlerinin geri alınması işlemlerini kapsayan kararlar demedi söz konusudur. Yatırımcılar açısından; temettünün değerlendirilmesi, dağıtılmayan kârların (otofinansmanın) alternatif maliyeti ile karşılaştırılması manasına gelmektedir (Pamukçu, 1999: 293).

Temettü (ortaklara karşılıksız hisse senedi dağıtımını) kararları, finansal kararların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Firma yöneticileri, her dönem sonunda elde ettikleri, vergiden sonra kalan, kârlarla ilgili karar almak durumundadırlar. Bu karar, net kârın ortaklara dağıtılması ile yeni yatırımların finansmanında kullanılması (otofinansman) arasındaki bir seçimdir (Usta, 2005: 7 – 8).

Finansal karar alma sürecinin bir diğer önemli konusu da kâr payı dağıtımının büyüklüğü, şekli ve zamanlaması ile ilgilidir (Berk ve Marzo, 2007: 532). Şirketlerin kâr payı politikaları iki temel bileşenden oluşmaktadır: İlki, kâr payı ödenme oranı, başka bir ifadeyle firmanın gelirine bağlı olarak ödenecek kâr payı miktarını belirlemektir (Keown vd. 2005: 607). İkincisi: kâr payı ödenmesi politikalarının zamanla istikrarlı hale gelmiş olmasıdır. Yatırımcılar için kâr payı ödemelerinin istikrarı, ödenecek miktarlar kadar önemlidir. Finansal yöneticiler, kâr payı dağıtım politikasını oluştururken, bir değiş-tokuş ile de karşı karşıya kalmaktadırlar. Şirket yönetiminin, ne kadar yatırım yapılacağına ve bu yatırımları finanse edebilmek için borç - özsermaye bileşimi oranına karar vermiş olduğu varsayımı altında, firmanın daha düşük oranda tasarruf etmesi manasına gelen yüksek kâr payı dağıtım kararı alınması, dış finansman ihtiyacının artması anlamına gelecektir. Öte yandan, firmanın düşük bir oranda kâr payı dağıtım kararı alması, dışarıdan sağlanan finansman kaynaklarına daha az ihtiyaç duyması ve daha çok tasarruf edilmesi manasına gelmektedir (Keown vd. 2005: 60).

İşletmelerin kâr dağıtım politikaları, net kârlarının ortaklar arasındaki dağıtım şeklini ve miktarını belirler. Bu nedenle, kârı dağıtım politikasıyla firmaların, yedek akçe politikaları arasında yakın bir ilinti vardır. Çünkü yedek akçe politikasıyla,

ortaklara dağıtılması düşünülen kâr miktarını etkilemek her zaman olasıdır. İşletmelerin en önemli kuruluş amaçlarından biri kâr yapmak ve bu kârı ortaklarına dağıtmaktır. Öte yandan, hisse senetlerinin fiyatını (şirket değerini) artırabilme açısından, kâr dağıtım politikası büyük öneme sahiptir. İşletmelerin büyümeleri ve kâr payı dağıtımlarının birlikte sağlanması her zaman olanaklı değildir. Çünkü yüksek kâr dağıtımı, dağıtılmayan kâr ve otofinansmanın azalması anlamına gelmektedir. Bu nedenle, finansman yöneticilerinin görevlerinden biri de firmalarının büyüme trendine ve şirket ortaklarının beklentilerine uygun biçimde, kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesidir (Çabuk, 1982: 123).

Şirket ortaklarına dağıtılacak kâr paylarının, beklentilere uygun şekilde cevap vermesinin de firmaların hisse senetlerinin fiyatlarını pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. İşletme kârının dağıtılmayan kısmının ise, şirketin büyüme hedefleri doğrultusunda gerçekleştirilecek yeni yatırımların finansmanı işleminde kullanılmasının, ilerideki dönemlerde hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemesi beklenir. Fakat şirketin finansman ihtiyacı olması durumunda, kâr payı dağıtımının, gelecek dönemlerdeki hisse senedi fiyatlarına negatif etkilerinin olacağı bilinmektedir. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının, firma değerine, firmanın finansman yapısına, büyüme şekline ve hızına ve gelecek dönemlerdeki hisse senedi fiyatlarına etki edebiliyor olması, bu kararların önemini bir kez daha göstermektedir. Kâr payı dağıtımıyla ilgili kararları etkileyen en temel faktörlerden biri de devletin uyguladığı vergi politikalarıdır. Özellikle, sermaye kazancı ve kâr paylarının vergilendirilmesine yönelik olarak uygulanan vergi politikaları, işletmelerin kâr dağıtım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir (Pamukçu, 1999: 293).

Şirketlerin kâr dağıtım politikalarıyla ilgili iki görüş vardır: Bunlardan birincisi; firmanın piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkaracak optimal kâr payı dağıtım oranının belirlenmesi mümkündür. Finansman yöneticisinin görevi, söz konusu oranı belirlemektir (İbiş, 1998: 146). Bu görüşe göre; kârların hemen dağıtılmayıp firmada tutulması halinde, gelecekte dağıtılması mümkün olsa bile hem gelecek dönemlere taşıdığı riskler, hem de paranın zaman değeri nedeniyle, ortaklar kârın hemen dağıtılmamasını hoş karşılamayabileceklerdir. Bu durumun nedeni; kâr dağıtım yapılmamasının, firmanın borsadaki hisse senetlerinin fiyatını düşecek olmasıdır (Gönenli, 1985: 407). Bu düşünceye göre; şirketlerin kâr dağıtım miktarı, önündeki

yatırım olanaklarına göre değişiklik gösterecektir. Yatırım fırsatları sayısı çok ve yatırımların kârlılık seviyesi de yüksekse, kâr payı ödenme oranı büyük olasılıkla %0 olacaktır. Öte yandan, firma kârlı yatırım fırsatlarına sahip değilse, kâr payı ödeme oranı %100 dahi olabilecektir.

İkinci görüş ise; kâr dağıtım oranıyla firmanın hisse senetlerinin piyasa değerleri arasında bir ilinti yoktur. Diğer bir deyişle, şirket ortakları elde edebilecekleri gelirin, kâr payı ya da hisse senedi değeri artışı biçiminde olması arasında kayıtsızdır (farksızdır, fark görmemektedir). Bir işlem döneminde kâr payı dağıtılmaması, daha sonraki dönemde daha yüksek oranda kâr dağıtılacağı anlaşılır. Bu nedenle, kârın şimdi dağıtılması veya sonraya ertelenmesi, ortaklar açısından büyük bir önem taşımamaktadır (Ceylan, 2013: 264). Kâr payı dağıtım politikaları üzerinde, yasal kurallar, firmanın likidite pozisyonları, borç ödenmesi, borç sözleşmelerindeki sınırlar, aktiflerin artış hızı, kazançlardaki düzenlilik, yeni yatırım plânlarının varlığı, denetim, enflasyon ve pay sahiplerinin vergi durumu gibi faktörler etkili olmaktadır (Kartal, 2017).

İşletmelerin kâr dağıtımını sebebiyle, yüksek gelir dilimine girecek olan ortaklar, daha fazla (daha üst vergi diliminden, daha yüksek oranda) gelir vergisi ödemek durumunda kalacaklardır. Bu nedenle bazı ortaklar kâr paylarının hemen değil de sonraki dönemlerde dağıtılmasını tercih edebilirler. İşletmelerin hisse senetleri geniş bir çevreye yayılmışsa, ortakların vergi durumunun, kâr dağıtım politikalarını etkileme olasılığı da azalacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 268).

Uzun dönemli planlama ile yürütülen ve yatırımcılarının beklentilerine uygun biçimde uygulanan kâr dağıtım politikaları, firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu yönünde etkileyecektir (Pamukçu, 1999: 298). Bunun yanında, vergi oranları ve gelir vergisi dilimleri de şirketlerin değerini ve hisse senetlerinin piyasa fiyatını etkilemektedir. Ortakların, kâr paylarında yaşanabilecek bir artış sonucunda, bu kişilerin yüksek oranda vergi vermek zorunda kalmaları sebebiyle firmaların hisse senetlerinin fiyatı olumsuz yönde etkilenebilir (Gönenli, 1985: 407).

Vergi politikaları; kâr payları üzerinden ödenen vergiler (stopaj) ile sermaye geliri üzerinden ödenen vergilerin oranlarına bağlı olarak, yatırımcıların kâr dağıtım düzeyi konusundaki beklentilerini etkilemektedir. Hisse senetlerinin sahipleri çok yüksek oranlı vergi dilimine girme riski ile karşı karşıya olduklarında, kâr payı dağıtım oranlarının

düşük seviyelerde tutulmasını isteyeceklerdir. Böyle durumlarda, hisse senedi sahipleri, yüksek orandan, daha fazla gelir vergisi ödemek yerine, kârların dağıtılmayarak, firmada tutulması yoluyla, hisse senedi fiyatlarında meydana gelecek bir artış ile sermaye kazançları üzerinden sabit oranlı stopaj vergisi ödemeyi tercih edebilirler (Pamukçu, 1999: 299). Kâr payı dağıtmayan veya çok düşük oranda dağıtan işletmeler, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi yönündeki finansal kararları desteklerler. Bu durum, hisse senetlerinin satışında, örtülü bir kâr payının da bulunduğunu ima etmektedir. Sermaye kazancı üzerinden vergi alınması halinde, kâr payı üzerinden alınan vergi için firmalar ve ortaklar, bir vergiden kaçınma aracı olarak bu politikayı izleyebilmektedirler (Kartal, 2017).

1.5.3 Kârın Belirlenmesi

İşletmelerde kâr miktarının belirlenmesi iki teknikle gerçekleştirilir: Birincisi; dönem başındaki ve dönem sonundaki özsermaye miktarlarının karşılaştırılması yoluyla, ikincisi; dönem içindeki gelir ve giderlerin karşılaştırılması yoluyla. Kârın belirlenmesiyle ilgili detaylar aşağıda incelenmiştir.

1.5.3.1. Özsermaye Karşılaştırması Yoluyla Kârın Belirlenmesi

İşletmeler yönünden kâr, belirli bir dönemde gerçekleşen satış işlemlerinden elde edilen gelirlerle, bu ürünlerin üretim ve pazarlama sürecinde oluşan giderler arasındaki pozitif farktır. Bu fark, şirketin özsermayesinde bir artış meydana getirecektir. Bu durumda şirketlerin özsermaye lerinde yaşanan değişime bakılara da şirketin ne kadar kar elde ettiği belirlenebilir (Usta, 2005: 51).

1.5.3.2. Gelir ve Giderlerin Karşılaştırılması Yoluyla Kârın Belirlenmesi

En geniş manada gelir; belirli bir işlem döneminde firmanın temel faaliyetleri ve yasal fon işlemleri sonunda gerçekleştirdiği tahsil işlemleri ve firma lehine doğan alacaklarının toplamını ifade etmektedir. İşletme giderleri ise; belirli bir hesap döneminde yapılan ve karşılığında bir aktif varlık elde edilemeyen harcamalar ve borçlanma lardır. Buna göre; belirli bir hesap döneminde elde edilen gelir ile bu geliri

üretebilmek için yapılan harcamalar arasındaki fark, dönem kârını ya da zararını verecektir (Usta, 2005: 53).

1.5.3.3. Vergiye Tabi Kârın Belirlenmesi

İşletmeler muhasebe sistemlerini, Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğlerinde ve eklerinde yer alan kurallara uygun biçimde yürütmek zorundadırlar. Fakat vergiye tabi kârın, yani matrahın hesaplanmasında, vergi kanunlarında bulunan özel hükümleri de göz önüne almak zorundadırlar (Sevinç, 2003: 46 – 48).

1.5.4. Kâr Dağıtımı

İşletmelerin kâr dağıtımı, mali dönemlerin sonunda elde edilen kârların ortaklara dağıtılması veya şirket içinde yatırıma dönüştürülmesi kararlarından oluşmaktadır. Dolayısıyla, kâr payı dağıtımı, hem firma açısından, hem de işletmelerin hissedarları açısından özel bir öneme sahiptir.

1.5.4.1. İşletme Açısından Kâr Dağıtımı

İşletmelerin en önemli kuruluş amaçlarından biri; kâr elde etmek ve bu kârı ortaklara / sermayedarlara dağıtarak, onların servetini artırmaktır. Diğer yandan, hisse senedi fiyatlarının olabildiğince artırılabilmesi yönünden de kâr payı dağıtım politikası büyük önem taşımaktadır. İşletmelerin hem büyümeleri, hem de kâr payı dağıtmaları bir arada istendiğinde, bu iki hedef bazen birbiriyle çelişebilmektedir. Çünkü yüksek kâr oranda dağıtımı, daha az miktarda dağıtılmayan kâr ya da otofinansman demektir. Bu sebeple, finansman yöneticilerinin görevlerinden biri de firmalarının büyüme eğilimine ve ortakların beklentilerine uygun biçimde, kâr dağıtımını işlemi gerçekleştirmektir (İbiş, 1998: 146).

1.5.4.2. Ortaklar Açısından Kâr Dağıtımı

İşletmelerde kâr dağıtımını ile ilgili iki farklı görüş bulunmaktadır: Birincisi; firmanın piyasa değerini en üst seviyelere çıkaracak optimal kâr dağıtım düzeyinin belirlenmesidir. Finans yöneticisinin önemli görevlerinden biri bu oranı doğru biçimde belirlemektir (Kılıç, 2017: 327). Bu bakış açısında göre, kârın hemen dağıtılmak yerine

şirkette bırakılması, gelecek dönemlerde dağıtılacak olsa bile, geleceğin taşıdığı riskler ve paranın zaman değeri sebebiyle, ortaklar, kârın dağıtılmaması kararını olumlu karşılamayabileceklerdir. Çünkü kâr dağıtmayan firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşecektir (Gönenli, 1985: 107). Bir kısım ortaklar işletmenin piyasa değerini dağıtılan kâr payı oranı ve miktarıyla ölçme eğilimindedirler. Ortaklar genellikle gerçekleştirdikleri yatırımların karşılığını kısa sürede ve sürekli olarak artan (en azından azalmayan) biçimde almak isterler. Bu şekilde bir düşünceye sahip olan açılarından ödenecek kârın miktarı ve düzenliliği, oldukça önemlidir. Ortakların bu tür düşünceleri, finans yöneticileri üzerinde büyük bir baskı yaratacaktır. Böylece, firmalar doğru bir karar olmasa bile, her sene dengeli ve artan miktarda kâr payı dağıtımını yapmak zorunluluğu hissedecektir¹⁴. Tüm ortakların böyle davranışlar beklenmez. Bazı ortaklar alternatif finansal yatırım araçlarından faydalanma derecelerini, şirketin finansal yapısını, hisse senedi veya tahvil çıkarma maliyetlerini ve bunların kârlılık seviyesi üzerindeki etkilerini de değerlendirerek, kârların büyük kısmının şirket kasasında kalmasını tercih edebilirler. Gelecek dönemlerde daha yüksek miktarda kâr almak veya hisse senetlerinin değerinin artmasını beklemek düşüncesi de ortakları böyle davranmaya yönlendirebilir (Peker ve Kılıçer, 2018). İlk görüşe göre, işletmenin kâr ödeme miktarı, karşılaşılabileceği yeni yatırım fırsatlarına göre de farklılık gösterir. Yatırım fırsatlarının sayısı çokluğu, yeni yatırımların kârlılığının yüksekliği, cari dönemdeki kâr dağıtım oranını düşürecektir. Diğer yandan, firmaların kârlı yeni yatırım fırsatları bulamadıkları durumlarda kâr payı ödemeleri %100'e kadar yükselebilir. İkinci görüşe göre ise; kâr payı dağıtım oranıyla, işletmenin hisse senetlerinin piyasadaki değeri arasında doğrudan bir söz konusu değildir. Bir dönem kâr dağıtılmamış ise, daha sonraki dönemlerde kâr dağıtılacak demektir. Bu nedenle, kârın dağıtılması veya kasada tutulması büyük bir önem taşımaz (Fettahoğlu, 2015: 3-4).

1.5.5. Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler

Şirketlerin finans departmanı yöneticileri, şirket ortaklarına kâr dağıtımını ile ilgili kararları alırken, birden fazla faktörü aynı anda dikkate almak zorunda kalırlar. Bu faktörlerden başlıcaları (Usta, 2005: 55 - 57).

¹⁴ Buna en güzel örneklerden biri; dünyanın en büyük petrol şirketi Aramco'nun 2020 yılında ortaklarına kâr payı dağıtabilmek için 8 milyar Dolar borçlanmış olmasıdır (Bloomberg Ht, 18 Kasım 2020).

Kanuni kurallar

Şirketin içinde bulunduğu likidite pozisyonu

Şirketin yeni borç bulma imkânları

Borç sözleşmesi hükümleri

Aktiflerin artış hızı

Yönetimdeki kontrol yetkisini ve oy çoğunluğunu koruma güdüsü

Kârlılık

Yeni yatırım hedefler

Ortakların vergi durumu ve

Enflasyondur.

Vergi kanunlarıyla ilintili düzenlemeler, firmaların kâr dağıtım politikasını etkileyebilmektedir. Bir diğer söyleyişe, vergi kanunlarında aşağıdaki durumların varlığı da kâr dağıtım kararlarını etkilemektedir.

- İşletmelerin dağıttıkları kârlar ile firma kasasında bıraktıkları kârların değişik oranlarla vergilendirilmesi,
- Şirket ortaklarının içinde buldukları gelir vergisi dilimi ve
- Şirketin hisse senedi değer artışlarının sebep olduğu kazançların, vergilendirilip vergilendirilmeyeceği konusu.

1.5.6. Temettü Modelleri

Kâr dağıtım konusunda, firmalar pratikte farklı politikalar izleyebilmektedirler. Bazı firmalar, dağıttıkları kârın, düzenli olması ilkesini benimseyerek, kararlı/istikrarlı (sabit bir nominal değere sahip) bir kâr dağıtım politikası uygulamayı tercih ederken, diğer bazı firmalar sabit oranlı kâr payı dağıtım ilkesini benimseyebilmektedirler. Üçüncü grup firmalar ise; sabit miktardaki kâr dağıtımına ilave olarak, ortaklarına karşılıksız hisse senedi verilmesinden yanadırlar (Ceylan, 2013: 268). Dördüncü grup işletmeler; katkılı sabit kâr payı dağıtım politikası uygulayan işletmelerdir. Bunların detayları aşağıda yer almaktadır (Usta, 2005: 61):

1.5.6.1. Düzenli Kâr Payı Dağıtımı

Bu kâr dağıtım sistemine, hisse senedi sahiplerine, her yıl aynı miktarda kâr payı dağıtılmaktadır (Ceylan, 2001: 228). Tasarruf sahipleri genel olarak istikrarlı biçimde kâr dağıtımını yapan veya dağıtılan kârları düzenli biçimde artan firmaların hisse senetlerini ellerinde tutmayı tercih etme eğilimindedirler. İstikrarlı biçimde kâr payı alınması, hem yatırımın riskini azaltır, hem de tasarruf sahiplerinin yıllık gelir düzeylerini olumlu yönde etkiler (Fettahoğlu, 2015: 3-4).

İstikrarlı kâr payı dağıtımını, sabit ve düzenli gelir sağlayan menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih eden emeklilik fonları, sigorta şirketleri vb. kurumlar açısından da hisse senetlerini cazip konuma getirmesi ile, hisse senedi pazarı genişlemektedir (Kılıç, 2017: 327).

1.5.6.2. Sabit Tutarda Kâr Dağıtımı

Her sene sabit tutarda kâr dağıtımını yapılmasının, geleceğe dair belirsizlikleri azaltılması yönünden, tasarruf sahipleri için cazip bir tarafı bulunmakla beraber, böyle bir uygulama, hisse senetlerini sabit düzeyde gelir sağlayan bir menkul kıymete de dönüştürmektedir. Her sene sabit miktarda kâr dağıtımının, hisse senetlerinin piyasadaki değerinin yükselmesini sınırlandırıcı bir etkisi de olabilmekte, böyle kâr dağıtan firmaların hisse senetlerinin piyasadaki değeri önemli oranda artmamaktadır. Hisse senetlerini satın alan yatırımcıların bir beklentisi de, hisse senedinin değer artışından yararlanmak ve böylece sermaye kazancı da elde edebilmektir. Bu sebeple her sene sabit miktarda değer artışı bekleyen tasarruf sahipleri açısından, hisse senetlerinin çekiciliği bir miktar azalabilmektedir (Kartal, 2017).

1.5.6.3. Sabit Oranda Kâr Dağıtımı

Hisse senedi başına sabit bir miktarda kâr dağıtımını yerine, bazı şirketler kârın sabit bir oranla dağıtılmasını benimseyebilirler. Sabit miktarda kâr dağıtımını genellikle halka açık olan şirketlerde görülürken, sabit oranlı kâr payı dağıtımını, halka açık olmayan aile şirketlerinde daha sık görülmektedir. İşletmelerde sabit oranda kâr payı dağıtılmasının benimsenmesi durumunda, hisse senedi başına kazanç, yıllar arasında değişiklik gösterecektir (Fettahoğlu, 2015: 5).

1.5.6.4. Katkılı Sabit Kâr Dağıtım

Bu çeşit kâr dağıtım politikalarında firma; her sene sabit bir oranda veya miktarda kar dağıtımına karar vermekte, ve şirketin elde ettiği net kârı dikkate alarak, bu sabit oran ya da tutar üzerine belli eklemeler yapılarak hissedarlara kâr dağıtımını gerçekleştirilmektedir (Usta, 2005: 61).

1.5.7. Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Uygulamada pek çok çeşit kâr payı dağıtım politikaları ile karşılaşmak olasıdır. Fakat en yaygın olan kâr payı dağıtım politikaları şunlardır (Sütekin, 1993: 58-67):

- i. Nakit para olarak ödeme,
- ii. Kâr payı şeklinde ek hisse verilmesi,
- iii. Hisse senetlerinin firma tarafından geri satın alınması,
- iv. Kâr payının, aynı (mal veya hizmet) olarak dağıtılması ve
- v. Kâr olarak intifa senedi¹⁵ verilmesidir.

Bu kar dağıtım politikalarının detayları aşağıda yer almaktadır.

1.5.7.1. Nakit Ödeme

Kâr payı ödemesi denildiğinde, genellikle ilk akla gelen, nakit para şeklindeki ödemelerdir. Oysa her bir hisse senedi başına nakit kâr ödemelerinin yan sıra daha farklı kâr payı ödenme şekilleri de bulunmaktadır (Sütekin, 1993: 58-67). Nakit ödeme ile kastedilen; kar paylarının ortaklara TL veya döviz cinsinden nakit para olarak aktarılmasıdır. Gordon (1962) ve Linther (1962)'ye göre yatırımcılar, riskten kaçınırlar ve nakit olarak alabilecekleri kâr payını, ileride elde edebilecekleri sermaye kazancına tercih ederler.

¹⁵ İntifa Senetleri: Türk Ticaret Kanunundaki 6102/503'e dayalı olarak çıkarılan ve sahibine sadece malvarlıksal haklar sağlayan, hisse senetlerinden farklı olarak, herhangi bir ortaklık payını temsil etmeyen kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir (Erdem, 2012).

1.5.7.2. Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi

Kâr payını nakit olarak dağıtmak yerine mevcut ortaklara bedelsiz (karşılıksız) hisse senetleri verilmesi biçiminde de yapılabilmektedir. Başka bir deyişle, firmalar, gizli veya yasal yedekler ile firmada tuttıkları kârların bir nakit yanında, sermaye artışları nedeniyle kısmını sermayelerine katarak, ortaklarına karşılıksız hisse senedi verebilmektedirler. Sermayenin bu yolla artırılması durumunda, özsermaye miktarında bir değişim yaşanmamaktadır. Sadece bilânçodaki yedek akçeler azalmaktadır, ama öz sermayenin oy dağılımı değişmeyecektir. Bununla beraber, ne ortakların, ne de şirketin varlıklarına yeni bir eklenti de gerçekleşmemektedir (Gürel ve Bayazıtlı, 2017: 123 - 124).

1.5.7.3. Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması

Bazı dönemlerde firmaların aşırı miktarda nakit paraya sahip bulunmaları ve kârlı yatırım fırsatlarının olmaması durumları da söz konusu olabilmektedir. Böyle durumlarda, kârın tamamının ortaklara aynı dönemde dağıtılması ya da piyasadaki firmaya ait hisse senetlerinden bir kısmının firma tarafından satın alınması yoluna başvurulabilmektedir. Böyle yapıldığında piyasadaki ortak (hissedar) sayısı azalacak, hisse senetlerinin fiyatı yükselecek ve şirket ortaklarının geliri bu yoldan artacaktır. Bu yönüyle kar paylarının nakit olarak dağıtılması ile şirkete ait hisse senetlerinin geri alınması arasında ortaklar açısından önemli bir fark bulunmamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 290).

1.5.7.4. Aynı Olarak Kâr Payının Dağıtılması

Günümüzde çok fazla kullanılmayan bu yöntem gereği; eğer işletme mamul mal stoklarını veya kasasında fazla olarak bulunan hazine bonolarının bir kısmını elinden çıkarmayı istiyorsa, ortaklarına kâr payını nakit para olarak dağıtmak yerine, söz konusu bu ürünleri veya bonoları verebilir (Usta, 2005: 61). Bu da ortaklar açısından ek birer kazanım anlamına gelmektedir.

1.5.7.5. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

Bazı firmalar, ortaklarına kâr payı olarak, intifa senetleri¹⁶ verebilmektedir. Bu türdeki kâr payı dağıtımlarına pratik hayatta oldukça nadir rastlanmaktadır. İntifa senetleri, sahiplerine, hisse senetlerinin sağladığı imtiyazları tam olarak sağlamazlar (İmregün, 1976: 479).

1.5.8. Kâr Payı Dağıtımını ile ilgili Görüşler

Kâr payı dağıtım politikası ile ilintili olarak, literatürde ve pratikte daha sık karşılaşılan bazı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan hangisinin benimsendiğini, firmaların piyasa değerliliği ile yakın etkileşim içindedir. Firmaların piyasadaki değerliliği; yatırım, finansman ve kâr dağıtım kararlarına bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Finans literatüründeki kâr dağıtım politikalarının hisse senetlerinin değerini hangi yönde etkileyeceği hususu tartışmalıdır. Fakat ölçülebilirlik yönünden kâr dağıtım politikalarının hisse senedi fiyatlarına etkilerinin ölçümüyle ilgili bir takım değerlendirme yöntemleri geliştirilmiştir. Bu alanda temel olarak üç görüş bulunmaktadır: Birincisi; Modigliani ve Miller (1958, 1963) çalışmaları ile geliştirilen ve kâr payı dağıtımlarının hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan görüştür. İkincisi; Lintner (1962) ve Gordon (1963) çalışmalarıyla geliştirilen, firmanın kâr dağıtım politikası hisse senetlerinin piyasa değerini etkilediği görüşüdür. Üçüncü görüş ise; Litzenberger ve Ramaswamy (1979, 1982) çalışmalarıyla geliştirilen modele göre, kâr dağılımı politikaları, hükümetler tarafından uygulanmakta olan vergilendirme politikalarından etkilenmektedir (Ertaş ve Karaca, 2010: 59 - 60). Aşağıda bu modellerin detaylarına bakılacaktır:

1.8.8.1. Miller - Modigliani Modeli (Kâr Payı İlişkizlik Teorisi)

Merton Miller ve Franco Modigliani (1958, 1963) yaptıkları *Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlenmesi* adlı çalışmalarında; hisse senetlerinin değerinin, firmaların kâr dağıtım politikasıyla ilişkisiz olduğunu öne sürmüşlerdir (Ceylan, 2011: 223). Bu teoriye göre, firmanın piyasa değeri, varlıkların (hisse

¹⁶ İntifa senetleri; sahibine sadece malvarlıksal haklar sağlayan ve hisse senetlerinden farklı olarak herhangi bir ortaklık payını temsil etmeyen kıymetli evraklardır.

senetlerinin) kazanç yaratma gücüne ya da yeni yatırım projelerine bağlı olarak şekillenmektedir. Başka bir deyişle, firma tarafından elde edilen kazancın, kâr payı biçiminde ortaklara dağıtılması veya işletme kasasında bırakılmasının, işletmenin piyasa değeri yönünden önemi olmadığı, buna karşılık firma değerinin, varlıklar üzerinden sağlanan kazançların artırılması biçiminde yükseltilebileceği iddia edilmektedir. Yazarlar savundukları bu görüşü bir kısım varsayımlara dayandırmışlardır (Aydın vd. 2003: 424).

Miller ve Modigliani bu teorilerini, kusursuz işleyen finansal piyasalar, rasyonel davranan yatırımcılar ve piyasada belirsizliklerin olmaması şartları altında ispat etmeye uğraşmışlar ve varsayımlarını aşağıdaki gibi sıralanmışlardır (Miller ve Modigliani, 1963: 435):

- i. Kusursuz işleyen sermaye piyasalarında (tam rekabet piyasalarında, perfect market) bütün alıcı ve ya satıcılar, menkul kıymetlerin cari fiyatını bilirler ve ilgili finansal ürünün niteliğiyle ilgili tüm bilgilere, tam olarak ve masrafsız bir şekilde ulaşabilirler (Tam rekabet piyasalarındaki açıklık ilkesi geçerlidir). Dağıtılmış ve ya dağıtılmamış kârların sermaye kazançları yönünden bir vergi farklılığı söz konusu değildir.
- ii. Yatırımcılar daima daha çok serveti, daha az servete tercih ederler (rasyonalite davranışı) ve elde ettikleri menkul kıymet artışını, nakit veya sahip oldukları hisse senetlerinin piyasa değerindeki artış olarak almaları arasında kayıtsızdırlar (herhangi bir fark görmemektedirler).
- iii. Yatırımcıların çok büyük bir bölümü, firmaların gelecekteki yatırım planları ve öngörülen kârlılıkları hakkında simetrik ve tam bilgiye sahip olup, bu alanlarda bir belirsizlik yaşamamaktadırlar (Tam rekabet piyasalarındaki açıklık ilkesi geçerlidir. Asimetrik bilgi sorunu yoktur). Miller ve Modigliani (1963)'e göre şirket değerini belirleyen faktörler; firmanın kazanç gücü ve risk seviyesidir. Dolayısıyla firma değeri, yalnızca izlenen yatırım politikalarına bağlıdır (Doğanay, 2018: 5).

1.8.8.2. Gordon - Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi)

John Lintner (1962)'de yayımlanan eserinde ve Myron Gordon (1963)'te yayımlanan makalesinde, Modigliani ve Miller (1958, 1963) çalışmalarının tam aksine,

kâr payı dağıtım politikalarının, firmaların piyasa değerleri üstünde bir etkisinin olduğu savunulmaktadır. Gordon ve Lintner; kâr payı dağıtımlarındaki azalmaya bağlı olarak, firmaların ek sermayeye erişim maliyetlerinin azalacağını ve bunun da firmanın değerini artıracığını savunmuşlardır. Bu teoriye göre; yatırımcılar kâr gelirlerini, sermaye kazancına nazaran daha risksiz buldukları için kâr getirisini; *eldeki kuş*, sermaye (ek hisse senedi) kazancını ise *daldaki kuşa* benzetmektedirler. Bu görüşe göre; firma kar dağıtmayıp, otofinansman yaparsa, yatırımcılar açısından kazancın elde edilmesi için gerekli olan süre artacak ve ortakların beklenen getirileri (özsermaye maliyeti) yükselecektir. Hissedarların beklenen getiri düzeylerinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi biçiminde yorumlanmaktadır. Böylece, yüksek düzeyde kâr dağıtımı, özsermaye maliyetlerini düşüreceğinden, firmalara daha çok tavsiye edilmektedir (Pekkaya, 2006: 192).

Eldeki bir kuş, daldaki üç kuştan daha değerlidir biçiminde özetlenebilecek bu düşünceye göre, firmaların uygulayacakları kâr payı dağıtım politikası, yatırımcıların tercihlerine bağlı olarak şirket değerini de etkileyecektir. Bu yaklaşımda, optimal kâr payı dağıtım düzeyi, firmanın yeni yatırımlarının kârlılığıyla ortaklarının yeni yatırımlarından bekledikleri kâr düzeyi arasındaki ilintiye göre belirlenir (Aydın vd. 2003: 426).

1.8.8.3. Litzenberger - Ramaswamy Modeli (Vergi Farkı Teorisi)

Kâr dağıtım politikalarının etkilerine, vergi oranları yönünden bakan bu teoriye göre; yatırımcılar, kendilerine sağlayabileceği vergi avantajları nedeniyle, düşük kâr ödenmesini tercih edebilmektedirler. Yatırımcılar, vergi öncesi ellerine geçecek kârdan çok, vergi sonrası ellerinde kalacak olan gelirle ilgilenmektedirler (Yükçü vd. 1999: 1009). Bir kısım ülkelerde, yürürlükte olan vergi yasaları uyarınca, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirin oranla daha yüksek düzeyde bir vergi alınmaktadır. Bu nedenle hissedarlar kâr ödemelerinden, yüksek düzeyde vergi vermek istememekte, bunun yerine dönem kârının firmada tutulmasını ve bu sayede daha düşük düzeyde vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak ödenmesini tercih edebilmektedirler.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİ

2.1. DEĞER KAVRAMI

Değer kavramının, genel kabul gören ve kesinleşmiş bir tanımı olmamakla birlikte kıymet, bedel, fayda, paha, karşılık, önem gibi kelimelerle ifade edilebilmektedir. Değer kavramı bu ifade edilen kelimelerle zaman zaman eş anlamlı olarak kullanılsa ve ilişkili olsa bile, tam olarak bu kelimelerle aynı anlamları taşımamaktadır (Ertuğrul, 2008a: 201). Literatürde farklı şekillerde tanımlanmakla beraber değer; *bir varlığın kullanım değeri , sağladığı toplam fayda ya da bu varlık karşılığında alınabilecek tutar* olarak tanımlanmaktadır (Bayramoğlu, 2009: 20).

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi sürecine *değerleme* adı verilmektedir. Değerleme; ekonomik varlıkların parasal değerinin, belirli bilimsel yol ve tekniklerle belirlenmesini ifade etmektedir. Konu şirket değerlemesi olduğunda; firmanın arsa, bina, makine-teçhizat, mamul mal ve aramalı stoku şeklindeki toplam aktiflerin değerinin takdir ve tahmini yapılmaya çalışılmaktadır (Chambers, 2005: 6).

Firmanın amacının, hisse senetlerinin ve toplam firma değerinin en yüksek seviyeye çıkarılması olarak tanımlanması da işletmelerin finansal performansının ölçülmesinde değer kavramını ön plana çıkarmaktadır. 1900’lü yılların başlarından itibaren firma kârının en yüksek yapılması şeklinde kabul edilen firma amacı, 1950’lerden sonra kâr kavramının tek başına bir anlam ifade etmediği gerekçesiyle, tartışılmasına başlanmıştır (Adır, 2016: 140 - 141). 1960’lı yıllara gelindiğinde finans teorisi ile ilgili çalışmalar hız kazanmış, sonrasında da firma değerinin maksimizasyonu olgusu, finansta yaşanan gelişmelerin ve yönelimlerin odak noktasını oluşturmaya başlamıştır (Ercan vd. 2007: 296 - 297).

Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarında ölçüm adıyla değerlendirmeyle ilişkili konuları da içeren kavramsal çerçeve bölümü, bir standart olmayıp, ilgili kişi ve kurumların kullanımı için hazırlanmış bulunan ve piyasaya bu amaçla sunulan finansal tabloların tabi olacağı usul ve esasların belirlenmesi amacını

taşımaktadır. Kavramsal çerçeve İAS¹⁷/IFRS açısından değer kavramı farklı şekillerde tanımlanabilmektedir. Bunlar arasında en önemli olanı; *gerçeğe uygun değer* kavramıdır (Şahin, 2010). *Gerçeğe uygun değer*; karşılıklı pazarlık şeklinde, konuyla ilgili gerekli bilgi ve isteğe sahip taraflar arasında bir varlığın alım-satımı ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkan parasal tutardır. Gerçeğe uygun değer yöntemiyle değerlendirilmesi icap eden finansal tablolar için her kaleme ait farklı bir değerlendirme işlemi/süreci vardır (Erol ve Aslan, 2017: 69).

Aktif bir piyasaya sahip olan bir varlığın alıcılarının ödemeye razı olduğu fiyat, aynı zamanda o finansal ürünün gerçeğe uygun değerini de göstermektedir. Fakat aktif piyasası olmayan finansal varlıklar için edinim tarihinden sonraki dönemlerde yapılacak değerlendirme işlemlerinde kullanılacak referans bir piyasa değeri olmayabilir. Böyle durumlarda malın piyasa değeri ile gerçeğe uygun değer farklılaşır ve gerçeğe uygun değer araştırılması gerekir. Örneğin; borsada işlem gören hisse senetlerinin gerçeğe uygun değeri, ilgili hisse senedinin o gün borsada oluşan fiyatıdır. Burada hisse senedinin değerini belirleyebilmek için başka bir varlık da esas alınabilir. Finansal Raporlama Standartları gerçeğe uygun değer doğru biçimde tespitine özel bir önem vermektedirler. Bu nedenle kapsamlarına aldıkları finansal tablo kalemlerinin, bu değerle birlikte finansal tablolarda yer almasını da istemektedirler. Gerçeğe uygun değer birçok standartta temel alınmakla beraber, yukarıda ifade edildiği üzere Kavramsal Çerçeve de değerlemeye temel olmak üzere, değer kavramının dört adet tanımı yapılmıştır. Bu değer kavramları ve bunlara ilişkin tanımlar aşağıdadır (Şahin, 2010):

- Tarihsel maliyet,
- Cari dönem maliyeti,
- Gerçekleşebilir değer ve
- Bugünkü değer.

Bu kavramların detayları aşağıda incelenmiştir.

2.1.1. Tarihi Maliyet

Finansal varlıkları, edildikleri tarihte, alabilmeleri için ödenen nakit para veya benzerlerinin tutarlarıyla ya da bu varlıklara karşılık olarak verilen diğer finansal

¹⁷ International Accounting Standards (IAS).

varlıkların piyasa değerleriyle ölçülebilir. Borçlar, borç karşılığında elde edilen varlıkların tutarı ile gösterilir. Firmaların normal işleyişlerinden doğan borçlar da borcun kapatılması için gerekli olan nakit veya benzerlerinin tutarı ile gösterilir (Demirel, 2014: 11).

2.1.2. Cari Maliyet

Finansal varlıklar, bir varlığın ya da bu finansal varlıkla eş kıymetteki başka bir varlığın alınabilmesi için ilgili dönemde yapılması gereken nakit ya da nakit benzeri ödemeler tutarları ile gösterilirler. Bu tutar firmanın yeniden kurulum maliyetinin de bir göstergesidir. Nu hesaplamada borçlar, yükümlülüklerin kapatılabilmesi için gerekli olan nakit veya nakit benzerlerinin, cari döneme indirgenmiş tutarlarıyla gösterilir (Eymen, 2008: 24).

2.1.3. Gerçekleşebilir Değer

Varlıklar, işletmelerin normal faaliyet şartlarında, bir varlığın satılması durumunda elde edilebilecek olan nakit para ve nakit benzeri değerlerin tutarıdır. Borçlar, firmanın normal faaliyetlerine devam etmesi halinde kapatılmaları için ödenmesi gereken nakit ve nakit benzeri varlık değerlerinin cari döneme indirgenmemiş miktarlarıyla gösterilir (Selvi ve Ercan, 2018: 49-50).

2.1.4. Bugünkü Değer

Bu hesaplama yönteminde varlıkların değeri, firmanın olağan faaliyetlerine devam etmesi şartıyla, ileride sağlayacağı net nakit girişlerinin bugüne indirgenmiş değerleriyle gösterilir (Erol ve Aslan, 2017: 77).. Borçlar, firmanın olağan faaliyet koşullarında veya feshedilmeleri koşulunda dahi ödenmesi icap eden net nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerleriyle gösterilir (Kaba, 2009).

2.1.5. Net Gerçekleşebilir Değer

Uluslararası Muhasebe Standartlarının Kavramsal Çerçevesi içinde genel olarak tanımlanan net gerçekleşebilir değerler kapsamında IAS-2 Stoklar Standardında net

gerçekleşebilir değer kavramına da yer verilmiştir. Buna göre net gerçekleşebilir değer stokları esas alarak; tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının çıkarılmasıyla elde edilen tutar şeklinde ifade edilmiştir. Net gerçekleşebilir değere yönelik öngörülerde bulunurken, ayrıca stokların elde tutulma amacı da hesaplama katılmalıdır (Boyar ve Güngörmüş, 2009: 195-196).

2.1.6. Kullanım Değeri

Edinilen bir varlığın (Örneğin; makinenin) devam eden kullanımı ile ekonomik kullanım ömrü sonunda elden çıkarılmasıyla edinilebilecek finansal kaynaklar ile bu varlığın kullanımı ile elde edilebilecek tahmini gelecek nakit akışlarının bugünkü değerlerinin toplamını ifade etmektedir (Ertuğrul, 2008b: 144).

2.1.7. Geri Kazanılabilir Tutar

Varlığın, gerçeğe en uygun değerinden, satış işleminin maliyetlerinin çıkarılması ile elde edilen değer ile kullanım değeri arasında büyük olan değer, geri kazanılabilir değer adını almaktadır (Bilen ve Özkan, 2016: 1).

2.1.8. Defter Değeri

Bir varlığın, birikmiş yıpranma ve birikmiş değer kaybı zararları çıkarıldıktan sonra finansal tablolara yansıtılan tutar, işletmelerin defter değerini oluşturur. Bir diğer ifade ile işletmelerin varlıkları ile kaynakları arasındaki fark, defter değerini oluşturmaktadır (Erol ve Aslan, 2017: 78).

2.1.9. İşletmeye Özgü Değer

Bir firmanın bir varlığın sürekli kullanımından veya yararlı olabildiği ömrünün sonunda hurda olarak elden çıkarıldığında ele geçmesi beklenen nakit akışlarının bugünkü değerine, işletmeye özgü değer adı verilir (UFRS Türk, 2013).

2.1.10. Kalıntı Değeri

Bir varlığın, öngörülen yararlı (ekonomik) ömrünü tamamladığı dönemde elden çıkarılması ile kazanılacak tutardan, bu varlığı elden çıkarmanın öngörülen maliyetlerinin düşürülmesi ulaşılan tahmini değerdir (Kırlıoğlu ve Bağdat, 2016: 617).

2.1.11. İçsel Değer

IFRS-2 Hisse Bazlı Ödemeler Standardında tanımlanan önemli bir kavram olan içsel değer; karşı tarafın şartlı ya da şartsız onaylama veya alma hakkının bulunduğu hisse senetleriyle, karşı tarafın bu senetler için ödemesi gereken ya da ödeyeceği ücret arasındaki farkı ifade etmektedir (Turan, 2012: 10).

2.2. DEğERLEME KAVRAMI

Değerleme, Vergi Usul Kanununun 258. Maddesinde; “*vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili ekonomik kıymetlerin takdir ve tespiti*” olarak tanımlanmaktadır. Hendriksen (1977: 263)’e göre ise değerleme; firma faaliyetlerine, aktif ve pasiflere mantıklı parasal miktarların atanması sürecidir. Vergi kanunları açısından değerleme; belirli ekonomik kıymetlerin belirli bir dönemdeki değerinin, belirli bir para birimi türünden tespit ve ifade edilmesi sürecidir (Küçük, 2011: 14). Özetle değerleme; aktifler kaleminde yer alan varlıklara ve pasifler kaleminde yer alan kaynaklara değer atanması işlemidir.

Değerlemenin işleminin amacı; firmanın belirli bir zamandaki ekonomik ve mali yönden değerini, gerçeğe en yakın biçimde belirlemektir (Bayırlı, 2007: 79). Envanter sayımı işlemi sırasında bir varlığa değer atanırken, bilançoda varlıkların hangi değerle gösterileceği, o varlıkların hangi değerinin ölçek olarak kullanılacağı açık değildir. Bu durumun üç nedeni vardır (Aydın, 2012):

Firmaların daha önceden edindiği varlıkların fiyatlarının zaman içinde değişmiş olması,

Bilançoların hazırlandığı dönemde firmanın satılması durumunda ortaya çıkacak değerin tahmini bir değer olacak olması ve

Bilanço döneminde aynı varlıkların tekrar yerine konulması durumunda ödenmesi gereken paranın tahminlemeye dayalı olmasıdır.

Değerleme işlemi, firmaların sahip oldukları varlıkların gerçeğe en yakın değerlerinin tahmin edilmesi (belirlenmesi) maksadıyla yapılan bir işlemdir. Değerleme faaliyetine katılan kişi ya da kurumlar, değerlendirme işlemine konu varlığın (şirket, hisse senedi vb.), piyasa değerinin, gerçek değerinden daha farklı olabileceği düşüncesinden hareketle, bir fiyat tahmininde bulunmaya çalışırlar. Dolayısıyla bir değerlendirme çalışmasının başlangıcında kurulan temel hipotez; “Değerlemeye konu varlığın gerçekteki değeri ile piyasadaki değeri birbirinden farklıdır” şeklindedir (Gorbon, 2012). Değerleme işlemi sırasında temel alınan başlıca büyüklükler aşağıda incelenmiştir:

2.2.1. Defter Değeri

Bir işletmenin, muhasebe kayıtlarına dayanılarak hesaplanan değeri, defter değeri olarak adlandırılmaktadır (Usta, 2005: 12). Bir işletme için defter değeri; firmanın sahip olduğu toplam varlıklarından, fiziksel bir gerçekliği olmayan varlık ve yükümlülüklerin çıkarılması ile hesaplanır. Bir hisse senedinin defter değeri ise, firma öz sermayesinin piyasada dolaşımında bulunan imtiyazsız hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanabilir (Reis, 2012: 16).

2.2.2. Piyasa Değeri

Piyasa değeri; ilgili firmanın ya da varlığın, serbest piyasadaki arz ve talebe göre oluşan fiyatıdır. İlgili varlığın sistematik (örgütlü) bir piyasada (Ör; borsada) işlem görüyor olması durumunda, piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olarak da ifade edilebilmektedir (Karan, 2004: 333).

2.2.3. Likidite Değeri

Likidite; bir finansal ürün, menkul kıymet ya da gayrimenkulün nakit paraya çevrilebilme ve ticari işlemlerde kullanılabilme kolaylığına verilen addır. Bir menkul kıymet, değerini kaybetmeden nakit paraya çevrilebiliyorsa ya da piyasadaki alış verişlerde kolaylıkla kullanılabiliyorsa, ilgili menkul kıymetin likit olduğu kabul edilir.

Paraya dönüştürülebilen çevrilebilen tüm aktifler likit varlıklar olarak kabul edilir. En likit varlık; ulusal para (TL) olup, onu sırasıyla döviz, altın ve diğer varlıklar takip eder. Bir firmanın sahip olduğu varlıklarının tamamının satılması ile elde edilebilecek tutardan, firmanın toplam borçlarının çıkarılmasından sonra kalan değer, likidite değeri olarak adlandırılmaktadır (Yıldırım, 2009: 2 - 3).

2.2.4. Teşebbüs Değeri

Teşebbüs değeri; bir şirketin aktif durumdaki toplam değerini göstermektedir. Şirketlerin teşebbüs değeri ya da diğer bir ifadeyle işleyen teşebbüs değeri ile tasfiye edilmeleri durumundaki değeri arasında meydana çıkan fark, sinerji etkisinden kaynaklanmaktadır (Lee ve Lee, 2006: 167).

İşleyen teşebbüs değeri, firmaların pazar değerlerinin araştırmasında faydalanılan, genel kabul görmüş en önemli firma değerlendirme kavramlarından biridir. Kısaca firmanın bütün olarak bir başkasına devredilmesi durumunda ortaya çıkacak olan değer olarak da tanımlanabilir. Bu değerın hesaplanması; firma faaliyetlerini devam ettirirken, hisse başına bulacağı değerlerden, tüm borçların çıkarılması ve elde edilen değerın, hisse senedi adedine bölünmesi ile yapılır. Elde edilen değer, işleyen teşebbüs değeridir ve değeri hesaplanan firmanın pazar değerinin araştırılmasında kullanılır. İşleyen teşebbüs değeri hakkındaki bilgilerin, firmaların piyasa değerinin araştırılmasının gerçek değerine en yakın şekilde yürütülebilmesinde önemli bir yeri vardır (Masun, 2017).

2.2.5. Gerçek Değer

Bir varlığa ilişkin ulaşılabilen bütün bilgiler kullanılarak hesaplanan ve alıcıların parayı ödemeye, satıcıların firmayı vermeye razı olduğu değer, firmanın gerçek değeridir. Bir varlığın gerçek değerinin doğru şekilde belirlenebilmesi için asimetric bilgi durumunun olmaması (alıcı ve satıcıların konuyla ilgili tüm bilgilere eşit miktarda sahip olması), işleyen bir piyasada bu varlıkla ilgili çok sayıda alıcı ve satıcının bulunması (tam rekabet (perfect market) koşullarının sağlanması) gerekir/iyi olur. Firma değerlemesi amacına yönelik olarak yapılacak hesaplamaların, yanlış algılamalardan ve önyargılardan/ösezilerden uzak, rasyonel (bilimsel temellere dayalı, akla yatkın) bir şekilde yapılması gerekmektedir (Chambers, 2005: 6). Bir firmanın

gerçek değerinin yanlış hesaplanması/algılanmasının (firmanın yanlış değerlenmesinin) başlıca nedenleri (Aydın, 2012: 92 – 93):

- Varlığın tahmin edilemeyen fayda veya zararları,
- Belirli bir dönem itibariyle piyasadaki ve ekonomik koşullardaki genel dalgalanmalar,
- Varlığın doğası ve özellikleriyle ilgili olmayan, alıcı ve satıcıya özel nedenlerdir

2.3. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDEKİ NEDENLER

Firma değerlemesi faaliyeti, farklı ekonomik birimler tarafından, farklı hedeflere ulaşabilmek maksadıyla gerçekleştirilebilmektedir. Bu amaçlardan başlıcaları şöyle sıralanabilir (Berk, 2005: 486):

- Firma birleşme işlemlerinde kullanmak,
- Firmaların hisse senetlerinin pazarlanmasında kullanmak,
- Firmaların ilk defa halka açılması aşamasında hisse senetlerinin nominal değerlerinin hesaplanmasında kullanmak (ki en önemlisi ve yaygın olanı da budur),
- Firmaların ortaklarına kâr dağıtım düzeyini belirlemek,
- Firmaya yeni ortaklar alma veya ortakların firmadan ayrılması durumlarında yapılacak ödeme miktarlarını tespit edebilmek,
- Firmanın kredi derecesinin (kredibilitesinin) belirlenmesi,
- Şahıslara ait şirketlerin sermaye şirketlerine (ortaklıklara) dönüştürülmesinde kullanmak,
- Özelleştirmelerde ve
- Firmaların tasfiye edilmesinde ya da yeniden yapılandırılmasında kullanmak.

Ayrıca işletmelerin mali yapılarının yeniden düzenlenmesinde, ek yatırımların finansmanında ya da ipotek işlemlerinin yapılabilmesi için de firmaların değerinin doğru biçimde belirlenmesi gerekmektedir (Yıldız, 2006: 46).

2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNİN ÖNEMİ

Günümüzde finansal piyasalar ve sermaye piyasaları hızla gelişmektedir. Sermaye piyasasında verimliliğin ve güvenin sağlanabilmesi için firma değerlemelerinin doğru bir biçimde yapılmış olması ve hesaplanan değer, gerçek değeri yansıtması gerekmektedir. Sermaye piyasalarındaki bu hızlı gelişime bağlı olarak, firmaların birleşme ve satın alma işlemleri ile halka arz edilme eğiliminin artması, firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde belirleme/bilme gereksinimine yöneltmektedir. Firmaların değerinin tam doğru olarak belirlenmesi, halka arz işlemlerinde söz konusu firmaya ait hisse senetlerinin önerilen nominal değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesine ve yatırımcıların da bu fiyat-değer ilişkisine güven duymalarına neden olacaktır. Doğru bir değerlendirme süreci sonrasında halka arz edilen hisse senetlerinin değeri ilerleyen günlerde anormal değişimler göstererek piyasada firmanın imajının bozulmasına neden olmaz. Bu nedenle firma değeri, finansal analizlerin odak noktasını oluşturmaktadır. Firma değeri bilinmeli ki yapılan analizler, öngörü ve planlamalar da doğru olabilsin (Belyalova, 2003: 77).

Yatırımcılar yatırım kararları alırken, firma değerini bir bütün olarak inceleme ihtiyacı duymaktadır. Çünkü firmayla ilgili bilançolar, gelir tabloları vb. çeşitli mali tablolar, firmanın piyasadaki durumunu tam olarak göstermede yetersiz kalabilmektedir. Firmanın finansal tablolarında görünmeyen pek çok kalem, firmanın kazancını ve piyasadaki pozisyonunu belirleyebilmektedir. Firma değerinin önemi bu noktada ortaya çıkmaktadır. Firmalar küçük ya da büyük hangi ölçekte veya hangi sektörde olursa olsun, varlıklarının değerini ve piyasadaki gerçek durumlarını öğrenmek isteyeceklerdir. Firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi, firmaya yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcılar kadar, firmaların hissedarları ve firmaya kredi veren finans kuruluşları açısından da önemlidir (Elmas, Yılmaz ve Yalçın, 2017).

2.5. FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Küreselleşme sürecinde yirminci yüzyılın sonlarına doğru, sermayenin uluslararası olması çabaları, ekonominin büyümesi, rekabetin artması ve yeni girişimlerin ortaya çıkması sonucu işletmeler için firma değerini en yükseğe çıkarma amaçları ortaya çıkmıştır. İşletmeler kâr maksimizasyonundan ziyade, piyasa değeri

maksimizasyonuna odaklanmışlardır. Bu da firma değeri ve firma performansları üzerine yoğunlaşma çabalarını ortaya çıkarmıştır. Bir işletme eğer firma değerini en yükseğe çıkarmaya, dolayısıyla ortaklarının refah düzeyini arttırmaya yöneliyorsa, bunun için yapması gerekenleri ve yapmaması gerekenleri bilmelidir. Yani bir işletme, firma değerini olumlu veya olumsuz yönde etkileyen firma içi ve firma dışı faktörler üzerinde durmalıdır. Çalışmanın bu bölümünde firma değerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörlere değinilecektir.

2.5.1. Firma İçi Faktörler

Firma değerini etkileyen firma içi faktörlerden, sermaye yapısı, likidite derecesi, entelektüel sermaye, firma yönetimi ve kâr payı dağıtım politikalarının, firma değerini nasıl etkilediği araştırılarak, aşağıda açıklanmaktadır.

2.5.1.1. Sermaye Yapısı İle Firma Değeri İlişkisi

Bir işletmenin finansman kararları yani varlıklarını hangi kaynaklarla finanse edecekleri, işletmenin sermaye yapısını oluşturmaktadır. İşletmeler finansman kaynakları arasında seçim yaparken, bu seçimlerin gelecekte firma değerini nasıl etkileyebileceğini de göz önüne alarak, alternatifler arasında en doğru seçimi yapmalıdırlar. İşletmelerin performans değerlendirilmesinde ve finansman kaynakları seçimi konusunda karar verme hususunda, finansal ekonomistlerin çoğu, gelecekte işletmelerin piyasa değerini en yükseğe ulaştırma noktasından hareket ederler (Yener ve Karakuş, 2012: 78).

Bilindiği gibi bir işletmenin sermaye yapısını yabancı kaynaklar ve özkaynaklar oluşturmaktadır. Finans yöneticilerinin sermaye yapısını oluştururken hedefleri, optimum noktayı sağlamaya çalışmaktadır. Bu amacın devamında da istenen nokta, firma değerinin maksimize olduğu noktadır. Yani sermaye yapısı oluşturulurken, ulaşılmak istenen optimum noktada, ağırlıklı sermaye maliyeti minimum olmalıdır ki, firma değeri de maksimum noktaya ulaşabilsin (Yener ve Karakuş, 2012: 78). Finans literatürü incelendiği zaman, sermaye yapısının firma değerine etkisi olup olmadığının araştırıldığı birçok çalışma ile karşılaşmaktadır. Bu çalışmalar neticesinde, sermaye yapısının firma değerine etkisinin olduğu sonucunun çıkarıldığı çalışmalar olduğu gibi,

sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisinin olmadığı yönünde sonuçlanan çalışmalar ile karşılaşmak da mümkündür. İlk olarak Modigliani ve Miller (1958), sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, mükemmel sermaye yapısı varsayımı altında oluşturulan sermaye yapısının, firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlar ve çalışmalarının sonunda, *Sermaye Yapısının Bağımsızlığı* teorisini bulmuşlardır (Eriotis, vd., 2007: 322).

Yine Modigliani ve Miller 1963 yılında vergi durumunu da ele alarak yaptıkları çalışma ile işletmelerin optimum sermaye bileşimine ulaşabilmek için kullanabildikleri kadar çok yabancı sermaye kullanmalarının gerekli olduğunu öne sürmüşlerdir (Eriotis, vd., 2007: 322). O yıllardan bu yana yurtiçi ve yurtdışında sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisini araştıran birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda; yapılan araştırmanın analiz yöntemi, değişkenleri, ülkenin durumu, araştırmada kullanılan örneklem, ekonomi rakamları gibi birçok değişkenin, sonuçları değiştirdiğini söylemek mümkündür.

2.5.1.2. Likidite Derecesi İle Firma Değeri İlişkisi

Likidite derecesi, işletmelerin sahip olduğu varlıklarını paraya dönüştürme derecesi olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifade ile likidite derecesi; firmaların borç ödeme gücünü ortaya koyan bir ölçüdür. Kısa vadede paraya dönüşme özelliğine sahip olan dönen varlıklar yani işletme sermayesi, kısa vadedeki borçları ödeyebilecek kadar yeterli ise işletme likidite açısından yeterlidir sonucuna ulaşmak mümkündür. Peki, likidite derecesinin durumu, acaba firma değerinin artması açısından bir etkiye sahip midir? Eğer işletme likidite açısından güçlü değil ise borç ödemekte sıkıntı yaşaması sonucundan dolayı, işletmenin piyasadaki güvenilirliği ve imajı olumsuz yönde etkilenecektir. Dolayısıyla bu durum, işletmeye yatırım yapanların da olumsuz yönde etkilenmesine sebep olacaktır. Bu da işletmenin büyümesine ve firma değerinin artmasına engel olacaktır. Ancak finans literatüründe yapılan bazı çalışmalarda, likidite derecesinin, firma değerini etkilemediği sonuçlarına da rastlamak mümkündür.

Diğer taraftan işletmeler fazla miktarda nakit bulundurmasından dolayı likidite derecesi açısından güçlü durumda da olabilirler. Ancak bu, işletmenin kârlılığını olumsuz yönde etkileyecek bir durumdur. İşletmeler optimum nakit derecesini

sağlayarak, borç ödeme güçleri ile kârlılıklarını dengede tutma çabasında olmalıdırlar. Optimum nakit düzeyinin yanı sıra likidite derecesini etkileyen alacaklar ve stoklar kalemlerinde de optimal düzeyler sağlanmalıdır. Sonuç olarak, likidite derecesinin ve buna bağlı kalemlerin doğru ve etkin bir şekilde yönetilmesi, firmanın değerini ve performansını olumlu yönde etkileyecektir.

2.5.1.3. Entelektüel Sermaye İle Firma Değeri İlişkisi

Entelektüel sermaye kavramı ilk olarak Thomas Stewart'ın 1991 yılında yazmış olduğu *Brainpower: How Intellectual Capital is Becoming America's Most Valuable Asset* (Beyin Gücü (Entelektüel Sermaye) Amerika'nın En Değerli Varlığı Olacak) adlı makalesiyle literatüre girmiştir. Söz konusu bu makalede Stewart, Entelektüel Sermayeyi; işletmenin piyasadaki rakiplerine göre üstünlük sağladığı bir alan olarak tanımlamıştır (Kanıbir, 2004: 79).

Genel olarak Entelektüel Sermaye kavramı; bir şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesine imkân sağlayan patent, lisans, hak ve imtiyaz benzeri gözle görülemeyen, ancak varlığı ve gerekliliği yadsınamayan kıymetler bütünü olarak tanımlanabilmektedir (Yörük ve Erdem, 2008: 398).

Bir başka tanımlama ile Entelektüel Sermaye; firmanın yenilikçi düşüncelerinin, en yeni teknolojilerinin, bilgi ve becerilerinin, sahip oldukları bilgisayar ağları ve programlarının, tasarımlarının ve yaratıcılıklarının kâr getiren ürünlere dönüşme sürecidir (Demir, 2005: 78). Coca Cola, Microsoft, Exxon, General Electric ve Intel gibi firmaların piyasa değerlerinin, fiziksel varlıklarının çok üstünde olmasının nedeni, bu şirketlerin sahip oldukları Entelektüel Sermayenin yüksekliğidir (Wall, Kirk and Martin, 2003: 3). Şirketlerin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark da yaklaşık olarak onların Entellektüel Sermayelerini göstermektedir (Kendirli, Akgün ve Özçetin, 2015: 534).

2.5.1.4. Firma Yönetimi İle Firma Değeri İlişkisi

Finans literatüründe firmaların yönetim kurulu kadrolarının yapısı ve çalışma şekline göre firma değerinde değişme olup olmadığının araştırıldığı birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmalarda, yönetim kurulu kompozisyonu, yönetici-hissedarlık yapısı,

yönetim kurullarında bağımsız yönetim yapısı, kadın yöneticilerin bulunması, yönetim kurulunun büyüklüğü, işletme sahipliğindeki yoğunlaşma derecesi ve buna benzer ölçütler kullanılmıştır. Örneğin; Welch (2003: 290), yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmasının sonucunda firmanın yönetici sahiplik yapısı ile firma performansı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır. (Fauzi ve Locke, 2012: 45), yönetim kurulu ve ortaklık yapısının finansal performansa etkisini araştırdıkları çalışmalarını, Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsasında kayıtlı firmalar üzerinde yapmışlardır. Yönetim kurulu ve ortaklık yapısı ile finansal performans arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir (Karayel ve Doğan, 2014: 78 - 79).

2.5.1.5. Kâr Payı Dağıtım Politikaları İle Firma Değeri İlişkisi

İşletmelerin her dönemin sonunda elde ettiği dönem kârının bir kısmını hissedarlarına dağıtmasına *temettü* veya *kâr payı dağıtımı* denir (Demir, 2001: 56). Bu dağıtım, nakit şeklinde olabileceği gibi, eski pay sahiplerinin önceki dönemden elde ettikleri kâr payı değerleri kadar bedelsiz hisse senedi verilmesi şeklinde de olabilir. Her işletmenin kendine has bir kâr payı dağıtım politikası vardır. Çünkü her işletmenin kâr dağıtım politikasını etkileyecek veya değiştirecek birçok unsur söz konusudur. Bunlar; kârlılık düzeyleri, firma büyüklüğü, halka açıklık oranı, büyüme fırsatları, kaldıraç oranı, nakit akış hızı, vergi faktörü, likidite durumu, yatırım fırsatları, sahiplik ve kontrol yapısı gibi konulardır. İşletmelerin uygulayacakları kâr dağıtım politikaları, işletmenin piyasa değerini etkileyeceği için işletmeler bu konuda doğru kararlar vermeye özen göstermelidirler.

İşletme elde ettiği kârı, hissedarlarına yeterince dağıtılmayıp, işletmede tutma yoluna giderse, hisse senedinin piyasa fiyatının düşmesine ve dolayısıyla işletmenin piyasa değerinin azalmasına yol açabilmektedir (Demir, 2001: 57). Bu yüzden işletmeler, gelecek yatırım planlarını ve piyasa değerliliklerini de göz önüne alarak, düzenli bir şekilde kâr payı dağıtmayı ilke haline getirmelidirler. Bir işletmenin; yatırım, finansman ve kâr dağıtım kararları, firmanın değeri üzerinde etkisi olan unsurlardır. Ancak finans literatüründe çeşitli ölçülebilir modeller kullanılarak yapılan araştırmalarda, iki ayrı görüş ön plana çıkmaktadır. Bunlardan ilki; Merton Miller ve Franco Modigliani'nin 1960'lı yıllarda yaptıkları çalışmalara dayanan, işletmelerin

belirlediği kâr dağıtım sistemlerinin, işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemediğini savundukları görüştür (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 226).

Diğer görüş ise, John Lintner'in 1962 yılındaki çalışmasına dayanan, kâr dağıtım politikasının, işletmenin hisse senedinin piyasa değerini etkilediği görüşüdür. Yapılan bazı araştırmalardan örnek vermek gerekirse; Kıyılar (1997) yaptığı çalışmada, işletmelerde kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmış, yaptığı analizler sonucunda, bu değişkenler aralarında bir ilişki olmadığını sonucuna ulaşmıştır. Baker ve Powell (1999), üç farklı sektördeki firmaların kâr dağıtım politikalarını, şirket yöneticileri ile görüşüp belirlemeye ve elde ettikleri farklı kâr dağıtım politikalarını, firmaların piyasa değerleri ile ilişkilendirmeye çalışmışlardır. Sonuç olarak; kâr payı dağıtım politikalarının, bazı yöneticiler tarafından firma değerini etkilediği, bazı yöneticiler tarafından da etkilemediği cevapları ile karşı karşıya kalmışlardır.

Aivazian, Booth ve Cleary (2003), içlerinde Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Analizlerinde yer alan işletmeleri Amerika'daki işletmeler ile karşılaştırarak, kâr payı dağıtım politikalarını incelemişlerdir. Sonuç olarak; gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler ile Amerika'daki işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının aynı faktörlerden etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Kar vd. (2012), kâr dağıtımının hisse değeriyle ilişkisi olup olmadığına spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerinde bir uygulama yaparak bakmışlardır. Yaptıkları araştırmada, kâr dağıtımını ile hisse senedi değeri arasında pozitif yönlü ancak zayıf bir ilişki olduğu neticesine ulaşmışlardır.

İncelenen örnek çalışmalar da göstermektedir ki; finans literatüründe bazı araştırmacılar kâr dağıtım politikalarının firma değerini etkilediğini savunurken, bazıları kâr dağıtım politikalarının, firma değerini etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır ve bu konu hakkında tam bir fikir birliği söz konusu değildir.

2.5.2. Firma Dışı Faktörler

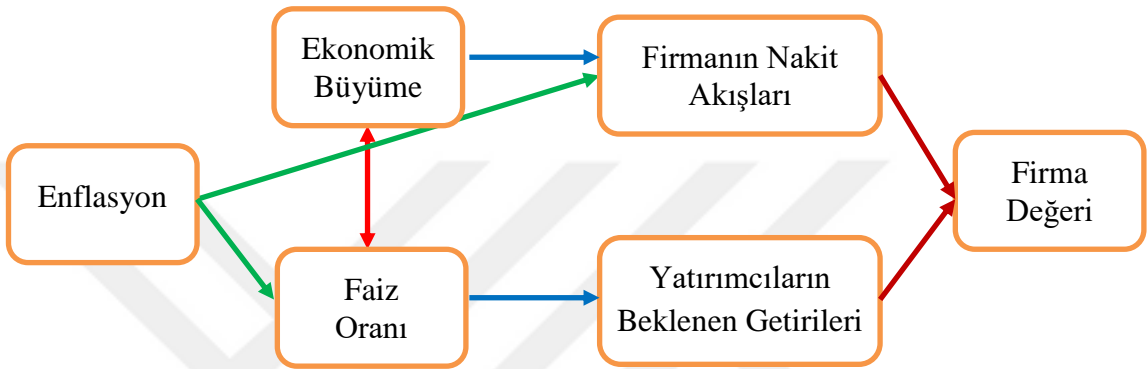
Firma değerini firma içindeki faktörlerin etkilemesinin yanı sıra, firma dışı faktörler de etkilemektedir. Bunlar; ekonomik ve endüstriyel faktörler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bunların detayları aşağıda incelenmiştir.

2.5.2.1. Ekonomik Faktörler

Firma değerini artırma konusuna odaklanan işletmeler (günümüzde yaşanan ekonomik bütünleşme nedeniyle neredeyse tüm işletmeler bu hedefe yönelmektedir), firma değerinin artan önemi ile birlikte, firma değerini etkileyen firma içi faktörlerin (sermaye yapısı, işletme sermayesi, likidite durumu, kârlılık hedefleri vb.) yanı sıra, firma dışı faktörlerin (makro faktörlerin) de firma değeri üzerindeki etkisi konusunu benimsemeye başlamışlardır (Çam, 2014).

Ekonomik büyüme, firma değerine etki edebilecek en önemli ekonomik faktörlerden birisidir. Ekonomide meydana gelen büyümeler, mal ve hizmetlere olan talebi artırdığından, artan ekonomik büyümeyle birlikte firmaların nakit girişlerinin de artması beklenir. Yatırımcılar işsizlik, toplam ve kişi başına gayri safi milli hâsıla, konut satışları gibi temel ekonomik verileri izleyerek, ekonomik büyüme ve dolayısıyla firmaların nakit akışları hakkında fikir sahibi olurlar. Ayrıca hükümetlerin maliye ve para politikaları da ekonomik büyümeye etki edeceğinden, yatırımcılar açısından önem taşır. Firma değerine etki edebilecek bir diğer önemli ekonomik faktör de faiz oranlarıdır. Yatırımcılar risk taşıyan yatırım araçlarına, ancak risksiz faiz oranına ek olarak bir risk primi kazanma amacıyla/umuduyla yatırım yaparlar. Eğer yatırımcı hazine bonusu ve hisse senedinden birini tercih etmek durumunda ise, ancak yeterli yükseklikte beklenen bir risk primi ilavesi var ise (hisse senedinden beklediği getiri, göze aldığı riske değer ise) hisse senedini tercih edecektir. Teoride, yüksek faiz oranı, yatırımcıların beklenen getirisini yükselteceğinden, nakit girişlerinin bugünkü değerini düşürür. Dolayısıyla firma değeri de azalacaktır. Eğer ekonomide bir büyüme yaşanıyor ve beklenen nakit girişleri oransal olarak beklenen getiriden daha hızlı yükseliyor ise firma değerinde artış yaşanır. Bununla anlatılmak istenen; faizin firma değeri üzerindeki etkisini değerlendirebilmek için ekonomik büyüme ve diğer değişkenlerin etkisinin de birlikte düşünülmesi gerekliliğidir. Enflasyon, firmaların hammadde ve işçilik gibi nakit çıkışı yaratan kalemlerini etkiler. Eğer firmanın nakit girişleri de aynı düzeyde enflasyondan etkileniyor ise firma değerinde etki meydana getirmeyecektir (Madura, 2009: 271). Fakat nakit giriş ve çıkışlarında meydana gelecek farklı etkiler firma değerini etkileyecektir. Aynı zamanda enflasyon faiz oranlarına da etki edeceğinde, bu açıdan da firma değerinde değişim yaratabilir. Özellikle uluslararası faaliyet gösteren

firmalar için değere etki eden bir diğer ekonomik faktör de döviz kurudur. Kurlardaki dalgalanmalar, ihracat ve/veya ithalat yapan firmaların nakit akışlarında değişimler yaratacak, firmanın yurtdışı büyüme alternatiflerini çeşitlendirecek ve yabancı yatırımcıların da firmaya olan ilgisinde değişim yaracaktır. Bu nedenlerle döviz kurlarındaki değişimin, firma değerinde etki yaratacağı düşünülebilir (Açıkdilli ve Kırkbeşoğlu, 2014). Ekonomik faktörlerin firma değerine etkileri Şekil 2.1’de yer almaktadır.



Kaynak: Gitman ve Madura (2012)'dan yararlanarak, yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 2.1. Ekonomik Faktörlerin Firma Değerine Etkileri

Bu şekilde de görüldüğü üzere firma değerini; enflasyon, ekonomik büyüme ve faiz oranı, firmaların nakit akışları ve yatırımcıların beklentileri üzerinden etkilemektedir.

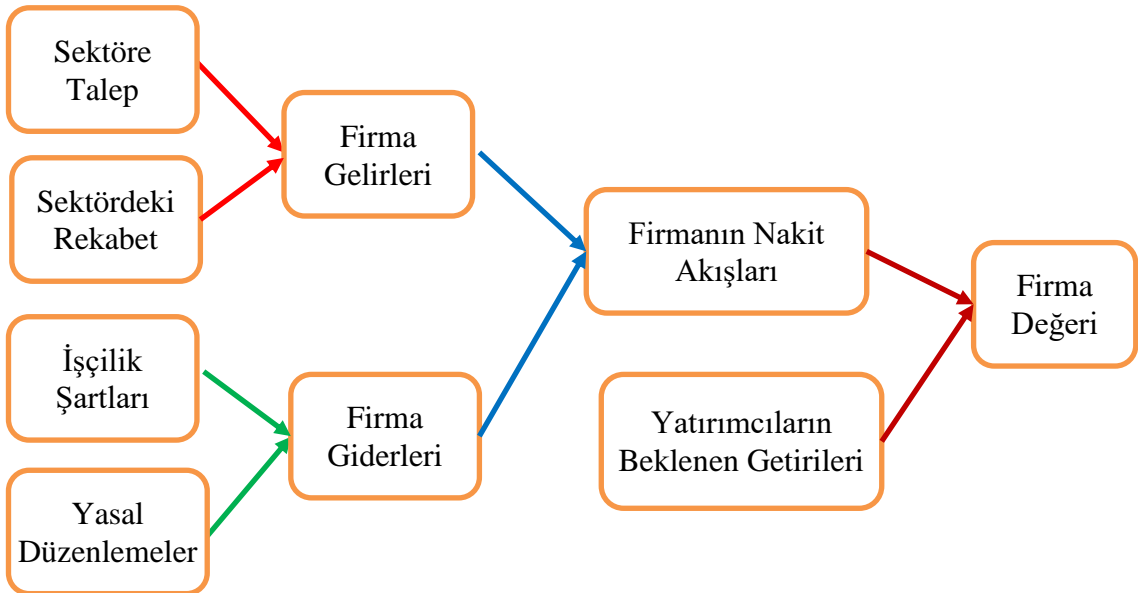
2.5.2.2. Endüstriyel Faktörler

Bir firmanın içinde bulunduğu ekonomik yapıya benzer şekilde içinde bulunduğu sektör de firma değerine etki eder. Firma değerine etki eden sektöre özgü faktörler dört ana başlık altında toplanabilir: Sektördeki talep, sektördeki rekabet, işçilik şartları ve yasal şartlar (Doğan, Marangoz ve Topoyan, 2003: 117).

Sektördeki mal veya hizmetlere olan talepteki değişimler, müşteri tercihlerinde meydana gelen değişimler doğrultusunda oluşur. Örneğin; müşteri portföyünün sağlık konusunda duyarlı bir kesimden oluştuğu düşünüldüğünde, bu ortamda spor ürünlerine olan talep artarken, sağlığa zararlı ürünlere olan talep azalacaktır. Talep, firmanın

gelecekteki nakit akışlarını etkilediğinden dolayı firma değerinde değişim meydana gelecektir (Karakuş, 2012: 38).

Firmanın içinde bulunduğu endüstrideki rekabetin firma değeri üzerinde etkili olduğu düşünülebilir. Bir sektörde rekabetin artıyor olması, firmayı öncelikle iki yönden etkileyecektir: Birincisi; firmanın ya fiyatlarını düşürmek ya da müşterilerin bir bölümünü rakiplerine terk etmek durumunda olmasıdır. İkinci olarak; rekabetten dolayı pazar payının düşmesi, firma gelirlerini düşürecektir. Özellikle son yıllarda teknoloji alanında meydana gelen gelişimler de rekabete yeni bir boyut kazandırmış ve firmaların gelirlerinde olumlu veya olumsuz değişimler yaratmıştır. Sektördeki işçilik şartları ve yasal düzenlemeler de firma değerine etki edebilirler. Sendikalaşmanın yüksek olduğu sektörlerde, işçi ücret ve gelirlerinde artış gözleneceğinden, firmaların giderlerinde bir artış meydana gelecektir. Yine farklı yasal düzenlemeler de firmalar için ek giderler oluşturabilmek veya firmaların büyüme potansiyellerini kısıtlamaktadır. Örneğin; çevreyi koruma tedbirlerinin sıkı biçimde uygulandığı ülkelerde/dönemlerde havaya salınan kirli gazlar, su ve toprağa bırakılan atıklar vb. yüzünden firmalar ciddi ödemeler (cezalar) ile karşı karşıya kalmak ta, bu da firmaların giderlerini artırmaktadır (Kamaşak, Yozgat, 2013: 117). Firma değerini etkileyen sektöre özgü faktörler Şekil 2.2'dr yer almaktadır.



Kaynak: Gitman ve Madura (2012) 'dan yararlanarak, yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 2.2. Firma Değerini Etkileyen Sektöre Özgü Faktörler

Şekil 2.2’de de görüldüğü üzere firma değerini; sektöre olan talep, sektördeki rekabet düzeyi, işgücü şartları ve yasal düzenlemeler, firmaların nakit akışları ve yatırımcıların beklentileri üzerinden etkileyebilmektedir.

2.6. FİRMA DEĞERİ

Firma değeri; bir firmanın gelecekte sağlayacağı net gelir akışı ile bu gelir akışını sağlamak için aldığı risklerin bir toplamıdır (Akgüç, 1995: 485). Sermaye yapısı ile ilgili kararlar ve firmayı ilgilendiren diğer bütün kararlar, firmanın kârlılığı ve değerini artırmaya yönelik olarak yapılan faaliyetlerdir. Türk Dil Kurumu, değeri; *bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, paha, kıymet* olarak tarif etmektedir (Türk Dil Kurumu, 2019). Buna göre firma değerini, firmanın para ile ölçülen bedeli şeklinde tarif etmek mümkündür. Söz konusu bedel tayin edilirken, firmaya ait hangi varlıkların hesaba katılacağı, ölçümün temelini oluşturmaktadır.

Firma değeri ile ilgili dünya genelinde kullanılan birçok ölçüm yöntemi mevcuttur. Bu ölçümlerin bazıları diğerlerine göre daha çok kullanılmakla birlikte, hangi yöntemin daha geçerli olduğu tartışmalı bir konudur. Firma değerinin ölçülmesi, başlı başına bir bilim dalı olmayıp, farklı kültürlere göre, farklı ölçümler mevcuttur. ABD’de kabul gören firma değerleme yöntemlerine bakıldığında; genel olarak kârın ve kârlılığın bir ölçüt olarak esas alındığı görülür. Anglosakson ülkeleri¹⁸ ise firma değerini ölçerken nispeten daha modern sayılan verimlilik kavramını öne çıkarırlar (Denis, Denis ve Yost, 2002; Chambers, 2005: 199).

Firma değerleme, II. Dünya Savaşı’ndan sonraki süreçte önem kazanmıştır. Uluslararası rekabetin ortaya çıktığı ve sınaî firmaların gruplaştığı II. Dünya Savaşı’nın hemen sonrasına denk gelen dönemde, nakit akışına dayalı yöntemler kabul görmüştür. Bilgisayarın yönetimde kullanılması ile birlikte firma değerleme ile ilgili ilk analizler yapılmaya başlanmıştır. 1960’lı yıllara gelindiğinde başta ABD olmak üzere bazı Avrupa ülkelerinde borsaya dayalı değerlendirme yöntemleri önem kazanmaya başlamıştır. 1970’li yıllarda ise dünya genelinde baş gösteren ekonomik krize paralel olarak risk faktörü firma değerlendirme ile ilgili analizlere dâhil edilmiştir. 1980’lerden itibaren,

¹⁸ İngiltere ve ABD.

maddi varlıkların yanında, maddi olmayan varlıklar da değerlemeye alınmıştır (Chhachhar ve Grinstein, 2007).

Bir firmanın değeri tek bir kritere bakılarak ortaya konulabilecek bir kavram değildir. Firmanın değerinin, şirketin kuruluşundan itibaren, üretilen ürünün kalitesi, çalışanların nitelikleri, müşteriler ve yatırımcılar ile ilişkileri, yönetim yapısı ve kaliteli yönetim anlayışı gibi birçok faktörün göz önüne alınarak tespit edilmesi gerekir. İşletmenin sahip bulunduğu varlıklar, kullandığı teknoloji, organizasyon yapısı ve insan kaynakları ile gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tamamı işletmenin değerini ortaya koyar (Agha Baki, 2014).

Bir işletmenin varlıkları nakit yaratabildiği sürece işletmenin değerli olmasını sağlarlar. Bu yüzden ki firmaların değeri, nakit akımlarının tahmininin yapılması ile belirlenir. Buradan da şu sonuca ulaşmak mümkündür; enflasyon ve diğer risklere göre ayarlanmış uygun bir indirgeme oranı ile indirgenen ve firmanın sahip olduğu bütün varlıklarının gelecekte doğurması beklenen nakit akışlarının net bugünkü değeri, firmanın piyasa değeridir (Arkan, 2010: 24). Bir firma için gerekli tüm bilgilere sahip alıcı ve satıcıların, zorlama olmaksızın kendi istekleri ve kendi takdir ettikleri alım - satım bedelleri de o firmanın değerini belirler (Kayalı, Yereli ve Ada, 2007: 68).

2.7. FİRMA DEĞERLEMESİ İLE İLGİLİ MODELLER VE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ekonomik anlamda iyi bir yatırım; gerçekte var olan değeri, piyasa değerinden düşük olan bir varlığa yapılan yatırımdır. Bu sebeple, bir firmaya ait hisse senedini alanlar ya da ortak olanlar o işletmenin gerçek değerini de bilmek isteyeceklerdir. Bu durum gayrimenkuller için de finansal varlıklar için de geçerlidir. Bir firmanın değerini öğrenmeye çalışırken, bu değer kaynaklarının da doğru tespit edilmesi gerekmektedir. Değerleme işlemi bu noktada önemli bir rol oynamaktadır. Elbette kibir gayrimenkulün değerlemesinde kullanılacak yöntem ve modeller ile bir finansal varlığın değerlemesini yapabilmek için kullanılacak olanlar aynı olmaya bilecektir. Buradaki temel bilimsel yaklaşım; menkul olsun, gayrimenkul olsun bütün varlıkların değerlerinin sadece cari dönemdeki değerleriyle ölçülemeyeceği, mutlaka bu varlıkların gelecek dönemlerde

getirmesi muhtemel kazançların da göz önüne alınmasının gerektiğidir (Karan, 2004: 331).

Yatırımcıların yeni bir yatırım kararları verirken, firmaların değerlerini doğru biçimde hesap etmeleri ve öteki firmaların piyasa değerleriyle karşılaştırabilme leri gereklidir. Bu değer tespit işlemleri yapılırken, firmanın cari dönemde ve gelecekte göstermesi muhtemel performansının da öngörülmesi ve hesaplama dahil edilmesi gerekmektedir (Bayırlı, 2007: 55).

Son yıllarda sıklıkla üzerinde çalışılan ve adına *modern yaklaşımlar* da denilen yöntemlere göre; firma değerlendirme işlemleri, varlığa dayalı yönetim anlayışından hareketle ortaya çıkmıştır (Büyükkonuklu, 2011: 21). Yapılan literatür taramasında, firma değerinin ölçümünün gerekliliğinden dolayı, firma değerinin ölçümünde kullanılan birçok modelin geliştirildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunların başlıcaları (Boyacıoğlu, 2017: 37):

- Piyasa değeri yaklaşımını baz alan modeller,
- Maliyet yaklaşımını temel alan modeller ve
- Gelir yaklaşımını temel alan modeller

şeklinde sınıflandırılabilir. Bu modellerin detayları aşağıda incelenmiştir.

2.7.1. Piyasa Değeri Yaklaşımını Esas Alan Modeller

Bu modellerin başında; pazar değeri yaklaşımı gelmektedir. Bu yaklaşım firmayı, piyasada daha önceden satışı gerçekleştirilmiş benzer nitelikteki firmalarla, işletmenin sahip olduğu mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmayı esas almaktadır. Bu işlem için bir kısım oranlardan yararlanılır. Değerleme işleminde hesaplanacak (göz önünde bulundurulacak) oranlar, firmanın değeri konusunda faydalı bilgiler sunmalıdır. Bu işlemlerde kullanılacak oranlar, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerliliğini koruyor olmalıdır. Seçilecek oranlar, benzer nitelikteki firmaların ve değerlemeye konu olan firmaların risk ve beklentilerinde var olan farklar incelendiğinde, bütün bunlarla uygun özelliklerde olmalıdır. Piyasa değeri yaklaşımında, değerlemeye konu firmaya benzer nitelikteki diğer firmalarla yapılan karşılaştırmaların mantıklı bir temeli olmalıdır. Bu şekildeki benzer nitelikli firmalar, değerlemeye konu olan şirketle aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı başka bir sektörde faaliyet gösteriyor olmalıdır. Bu

karşılaştırmanın anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmesi ve yanıltıcı olmaması büyük önem taşımaktadır. Değerlemenin bağımsızlığını ve güvenilirliğini sağlayabilmek amacıyla, benzer firmalarda detaylı ve yansız araştırmalar yapılmalıdır (Shih, 2012). Bu araştırmalarda benzer firmaların seçimi amacıyla kullanılabilir basit ve objektif kriterler temel alınmalıdır. Benzer firmalar ile değerlendirme konusu firma arasındaki farklılıkların ve benzerliklerin karşılaştırmalı şekilde bir analizi yapılmalıdır (Aydın, 2012: 96 - 100). Firma değerlemede kullanılan başlıca oranlar ve büyüklükler aşağıda detaylı biçimde incelenmiştir.

2.7.1.1. Fiyat - Kazanç Oranı

Fiyat - Kazanç oranı; bir işletmenin hisse senetlerinin toplam değerinin (piyasa değerinin) net kâra bölünmesi ile elde edilir. Fiyat / Kazanç oranı yöntemiyle hisse senetlerinin brüt değeriyle net kâr arasında bir bağlantı kurulmaktadır. Fiyat-kazanç oranı, aşağıdaki eşitlikler yardımıyla hesap olabilmektedir (Karan, 2004: 356):

$$Fiyat - Kazanç\ oranı = \frac{Hisse\ Senetlerinin\ Toplam\ Değeri}{Net\ Kar} \quad (4)$$

veya

$$Fiyat - Kazanç\ oranı = \frac{Hisse\ Senedi\ Fiyatı}{Hisse\ Başına\ Net\ Kar} \quad (5)$$

Fiyat - Kazanç oranı (F/K); bir birim kâr için, hisse senedi sahiplerinin ödemeye razı oldukları fiyatı göstermektedir. Bu nedenle, F/K oranı, sektör ortalamasından yüksek olan hisse senetleri pahalı, F/K oranı, sektör ortalamasından düşük olan hisse senetleri ise ucuz olarak değerlendirilmektedir. Fiyat - Kazanç oranı yatırımcılar arasında en çok kullanılan değerlendirme ölçütlerinden biridir. Bu oranın bu kadar çok kullanılmasının temel nedenleri şunlardır:

- Bu yöntem kullanılırken, geleneksel yöntemlerin varsayımları olan, risklerin büyüme oranı veya temettü ödeme oranı gibi bir kısım verileri kullanmaya lüzum kalmamaktadır.
- Çok sade ve basit bir istatistiksel veridir.
- Karşılaştırma yapmak oldukça kolaydır.
- Risk ve büyüme gibi verilerin etkilerini de yansıtır.

Bu oranın genellikle düşük çıkması arzu edilir. Bununla beraber, söz konusu oranın beklenenden yüksek veya düşük olması durumlarında aynı sektörde faaliyette bulunan diğer firmaların F/K oranları ile ya da sektörün ortalama F/K oranı ile karşılaştırılması sonucunda karar verilebilir. Bunun yanında firmanın cari dönemdeki F/K oranının, daha önceki dönemlerdeki F/K oranları ile de karşılaştırılması gerekir (Taner ve Akkaya, 2005: 3).

Fiyat - kazanç oranı; firma değerlendirme oranları arasında en çok bilinen, fakat bazı zamanlarda yanlış da kullanılabilen bir değerlendirme yöntemidir. F/K oranlarının basitliği, halka arzlar ve benzer şirketlerle yapılan karşılaştırmalarda sık sık kullanılmasını sağlamıştır. Fiyat -kazanç oranı ile işletmenin temel mali özelliklerinin arasındaki kuvvetli bağların ihmal edilmesi, değerlendirme çalışmalarında yanlış sonuçlara ulaşmasına da neden olabilmektedir (Demir, 2004: 61).

Fiyat - kazanç oranının kullanılmasında karşılaşılan diğer bir sorun da firmanın az kâr etmesi veya zarar etmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Firmalar az kâr ettiğinde; F/K oranı çok yüksek çıkarken, firma zarar ettiğinde F/K oranı negatif çıkmaktadır. Bu durumda F/K oranının kullanılması pek anlamlı olmayacak, hatta yanlış kararların alınmasına da neden olacaktır. Böyle durumlarda Fiyat-Defter değeri, Fiyat-Satış tutarı, Fiyat-Sabit kıymet tutarı gibi katsayıların kullanılması görece daha doğru olacaktır (Ercan ve Ban, 2014: 118).

2.7.1.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Fiyat / Kazanç (F/K) oranı gibi Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranı da şirket değerlendirme yöntemlerinden biridir. PD/DD oranı; hisse senedinin piyasadaki fiyatının, hisse senedinin defter değerine bölünmesi ile bulunur. Hisse senedinin defter değerine ise şirketin özkaynakları toplamının, hisse adedine bölünmesiyle ulaşılabilir (Demirkol, 2006: 31). O zaman burada kullanılacak eşitlikler:

$$PD/DD = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasadaki Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}} \quad (6)$$

$$\text{Hisse Senedinin Defter Değeri} = \frac{\text{Firmanın Özkaynak Toplamı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} \quad (6)$$

PD/DD oranı 1'in altına düştüğü durumlarda, hisse senetlerinin ucuz olduğuna ve iyi bir yatırım alternatifi olduklarına karar verilebilir. Genellikle, yetersiz özsermaye kârlılığı ve yüksek PD/DD oranına haiz hisse senedinin pahalı olduğu kabul edilirken, yüksek özsermaye karlılığına ve düşük PD/DD değerine sahip hisse senetlerinin ucuz ve tercih edilebilir oldukları değerlendirilir (Düzer ve Önce, 2017).

Bir varlığın piyasa değeri, o varlığın nakit akımlarının ve kazanç gücünün bir göstergesidir. Buna karşın defter değeri, varlıkların tarihsel maliyetlerini de göstermektedir ve bu yönden bakıldığında, bir varlığın kazanç gücünün düşme ya da yükselme gösterebileceğini göz önüne alan piyasa değerinden önemli ölçüde farklılık gösterir. Bu yönüyle PD/DD, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre daha kolay hesaplanabilen bir eşik değer sunar (Karan, 2004: 361).

PD/DD oranı, sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, piyasada işlem görmeyen bir hisse senedinin, sahip olması beklenen fiyatın tespit edilmesi amacıyla da kullanılmaktadır. Bu yöntemin zayıf yanı; değerlemeyi, zamanın bir anında ki bilânço değerlerine göre yapması ve işletmelerin devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyellerini ihmal etmesidir. Ayrıca kullanılan bu oran, firmaların özelliklerini tam olarak yansıtamayabilmektedir (Kablay, 2003: 31). Bu oranın kullanılmasındaki en önemli sorun alanı; firmaların verimlilik farklılıklarını ihmal ediyor olmasıdır. Eğer şirkette kullanılan muhasebe yöntemlerinde önemli farklılıklar varsa, değerlendirme uzmanı, bu katsayıyı kullanmadan önce, bir kısım ayarlamalar yapması gerekmektedir. Ayrıca PD/DD oranının, ilgili sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlere oranla yüksek bulunması, fiyat balonun (şişkinliğinin) bir öncü göstergesi olarak kabul edilebilir (Demirkol, 2006: 32).

2.7.1.3. Tobin Q Oranı

Firmaların etkin kaynak kullanımının, yönetim etkinliğinin bir göstergesi ve firma değerinin ölçütü olarak kullanılan Tobin Q Oranı (Tobin's Q: Tobin'in Q Oranı ifadeleri de kullanılabilir), 1969 yılında James Tobin tarafından geliştirilmiştir. Zaman içinde üzerinde çok sayıda çalışmalar yapılarak, geliştirilen ve finans alanına da uygulanan bu oran, firma değerlemede her zaman kullanılan bir araç haline gelmiştir. Finans literatüründe Tobin Q oranını; firma üzerindeki finansal hakların pazar

değerinin, firma varlıklarının cari yerine koyma (yeniden kurma, alma) maliyetine (ya da varlıkların alternatif kullanım değerine) bölünmesiyle elde edilmektedir. Yani burada kullanılan formül:

$$Tobin Q = \frac{\text{Firmanın Piyasa Değeri}}{\text{Firmayı Yeniden Kurmanın Maliyeti}} \quad (8)$$

Chung ve Pruitt (1994)'te bu oranın daha rahat hesaplanması için; firma hisse senetlerinin Pazar değerinin toplam borcu ile toplanarak, toplam varlıkların defter değeri oranlanması ile elde edilmiştir.

$$Tobin Q = \frac{\text{Hisse senedi piyasa değeri} + \text{Toplam borçların piyasa değeri}}{\text{Toplam varlıkların defter değeri}} \quad (9)$$

Ancak işletmelerde toplam borç piyasa değeri çeşitli yöntemlerle farklı sonuçlar elde edilmesinin etkisini engellemek için Tobin Q oranının pay kısmında toplam borçların defter değeri kullanılmaktadır.

$$Tobin Q = \frac{\text{Hisse senedi piyasa değeri} + \text{Toplam borçların defter değeri}}{\text{Toplam varlıkların defter değeri}} \quad (10)$$

Yapılan literatür taramasında, varlıkların piyasa değerinin hesaplanması konusunda da bir uzlaşım olmadığı görülmüştür. Benzer şekilde varlıkların yeniden yerine konulma maliyetinin (firmayı yeniden kurma maliyetinin) hesaplanmasında da farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemsel farklılıklara rağmen, Tobin Q'su firma değerlemede ve bir firmaya yönelik yatırım, ortaklık, birleşme kararlarının verilmesinde hala aktif biçimde kullanılmaktadır. Yapılan hesaplar sonunda Tobin Q değeri 1'den büyük çıkarsa; kıt kaynaklar verimli biçimde kullanılıyordu ve bu firmaya yatırım yapmak rasyonel bir karar olacaktır. Eğer Tobin Q değeri 1'den küçük çıkarsa; kaynakların verimli bir biçimde kullanılmadığı ve böyle bir firmaya yatırım yapmanın rasyonel olmayacağı anlaşılır (Canbaş vd. 2004).

Günümüzde Tobin Q oranı, firmalarda yeni yatırım kararı verilmesinde, birleşme ve satın almalarda, kâr payı dağıtım kararlarının ve uluslararası ortaklık girişimlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini ölçmede, firma değerinin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır (Yılmaz, 2017: 835).

2.7.1.4. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı

Piyasa Değeri / Satışlar Oranı ya da diğer ifadesiyle Fiyat / Satış oranı; bir hisse senedinin bugünkü değerinin, 12 ay boyunca elde edilen satış gelirlerine bölünmesiyle bulunur. Bu amaçla kullanılacak formül:

$$\text{Piyasa Değeri/Satışlar Oranı} = \frac{\text{Hissesenedinin Piyasa değeri}}{1 \text{ Yıllık Net Satış Gelirleri}} \quad (11)$$

Bu oran; hisse senedi fiyatının, firmanın aynı sektörde bulunduğu firmalara göre, göreceli olarak değerlendirilmesine olanak tanır (Büyükkonuklu, 2011: 23).

2.7.2. Maliyet Yaklaşımını Temel Alan Değerleme Modelleri

Maliyet yaklaşımını temel alan değerlendirme modellerinde; sahip olunan bütün varlıklar ve borçlar, piyasa değeri ya da uygun bir defter değeriyle bilançoda gösterilir. Şirketin sürekliliği varsayımı altında, değerlemeye tabi tutulan faal bir şirket ile ilgili bir işlemde, maliyet yaklaşımını temel alan değerlendirme modelleri kullanıldığında, ulaşılan sonuç, diğer yaklaşımların verdikleri sonuçlar ile birlikte dikkate alındığında, çok daha sağlıklı kararlar verilebilecektir (Aydın, 2012: 99 - 100).

Bu yaklaşımın temel dayanağı; işletmelerin aktif ve özsermayelerinin belirlenmesine yönelik ana yolun, kurumların aktiflerinin değerlemesi olduğunun kabul edilmiş olmasıdır (Chambers, 2005: 178). Söz konusu bu yaklaşım kapsamında, maddi ve maddi olmayan aktiflerin yanında, kullanılmayan aktifler de dâhil olmak üzere firmanın bütün aktifleri alınır. Ancak şerefiye ve benzeri maddi olmayan aktifler hesaplamaya dahil edilmezler. Varlık temelli bu yaklaşım, ikame esasına dayanmaktadır. Yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır (Büyükkonuklu, 2011: 24 - 25).

2.7.2.1. Defter Değeri

Defter değeri ya da muhasebe değeri de denilen bu yaklaşıma göre; firmanın muhasebe sistemi içinde belirlenmiş olan değeri, defter değeridir. Uluslararası Değerleme Standartları'na yapılan başka bir yaklaşımla defter değeri; bir firmayla ilgili olarak işletme bilançolarında görünen toplam aktifleri (amortisman, yıpranma payı ve

itfalar çıkarıldıktan sonra kalan net değer) ile toplam pasifleri (borçları) arasındaki farka eşittir. Bu durumda defter değeri; net defter değeri, net kıymet ve hissedarların özsermaye ile aynı anlama gelir (Taner ve Akkaya, 2003: 3 - 4). Genel olarak defter değeri aşağıdaki denklem yardımıyla hesaplanabilir:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar} \quad (12)$$

Defter değeri, basitçe Denklem (12) yardımıyla hesaplanabilir (Bolak, 1991: 78). Fakat defter değeri hesaplanırken gözden kaçırılmaması gereken önemli bir konu; şüpheli alacaklar karşılığı, amortisman, toplam borç ve birikmiş zarar gibi kalemlerin çeşitli muhasebe sistemleri açısından kullanımı ve yapısının da göz önünde bulundurulmasının gerektiğidir (Ünal ve Akbey, 2016: 259).

Defter değeri, şirketin en son bilançosu kullanılarak hesaplanmaktadır. Muhasebe departmanı, bir firmadaki varlık hareketlerini, standartlaştırılmış bir tabloya (bilançoya) yansıtmaya çalışmaktadır. Şirketteki varlık hareketleri maddi olabileceği gibi maddi olmayan türden de olabilecektir. Başka bir söyleyişle varlık hareketleri, şirketteki beşeri ve fiziki tüm bileşenlerini kapsamaktadır. Söz konusu bileşenlerin (unsurların) değerini bugünkü muhasebenin boyutlarıyla bilançoya yansıtmak mümkün değildir, mümkün olsa bile doğru bir yaklaşım değildir. Ayrıca, bazı olaylarda bir kısım bileşenlerin yönetiminde yararlanılan tekniklerin değişik olması da bilançoların sonuçlarının farklı çıkmasına neden olabilmektedir (Karapınar ve Zaif, 2009: 209).

Genel kabul gören muhasebe ilkeleri gereği doğru olan, muhasebe işlemlerinde tarihi değer esasıyla hareket edilmesidir. Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartları ise birçok değerlendirme işleminde, gerçeğe en uygun değeri esas aldığından, tarihsel verilerin güncellenmesi ve piyasa değeriyle ilişkilendirilmesi sağlanmalıdır. Genel kabul gören muhasebe ilkelerindeki kısıtlamalar, defter değerinin, gerçeğe en uygun değerden uzaklaşmasına neden olur. Defter değeri ile gerçeğe en uygun değer arasındaki fark, ülkelerin uygulamakta oldukları muhasebe standartlarıyla yakından ilişkilidir (Aksöyek, 1994: 112).

2.7.2.2. Yerine Koyma Değeri Yöntemi

Bir varlığın değeri, değerlendirme işleminin gerçekleştirildiği tarihte tüm özellikleri yönünden bu varlıkla benzeşen başka bir varlığın elde edilme maliyeti¹⁹ yardımıyla da belirlenebilir. Başka bir deyişle, kurulu bir firmanın, yeni baştan tesis edilmesi için katlanılması gereken maliyetlerin toplamı²⁰, yerine koyma değerini vermektedir. Firmaların sahip oldukları varlıkların tam benzer özellikleri taşıyan, piyasada bulmak zor olduğu durumlarda, o varlığa en çok benzeyen başka varlıkların (makine, teçhizat, yazılım, vb.) yerine koyma maliyetleri (yeniden edinim maliyetleri) hesaplanabilir. Yerine koyma değeri belirlenirken, değerlendirme uzmanlarının hepsi aynı fikri paylaşmasa da çoğunlukla tüketici fiyat endeksi (TÜFE) kullanılır. Ancak fiyat endeksleri kullanıldığında, varlığın yıpranma payı (amortismanlar, aşınmalar, değer kayıpları) dikkate alınmamaktadır. Bu yönüyle bu tür hesaplamalarda bir kısım hatalar yapılmış olabilecektir (Bahadır ve Demir, 2007: 70).

Bundan farklı olarak, tüketici fiyatları endeksindeki artışa karşın bir kısım varlıkların fiyatlarında önemli düşüşler de olabilmektedir. Yenileme değeri, bu düşüşleri yansıtmaz. Bu nedenle, yenileme maliyetini hesaplarken, firmanın elinde bulunan her bir varlık için değişik hesaplama yöntemleri de kullanılabilir (Düzer ve Önce, 2017: 641).

2.7.2.3. Net Aktif Değeri Yöntemi

Bir işletmenin nakde çevrilebilecek tüm varlıklarının (işletmenin tamamının), değerlendirme yapıldığı tarihte satılması durumunda elde edilecek nakit miktarının hesaplanması, *net aktif değeri yöntemidir*. Başka bir ifadeyle, işletmenin satılması durumunda para cinsinden değeri, işletmenin net aktif değeridir. İşletmelerin net aktif değeri hesaplanırken, elde edilecek nakitten, borçların ve giderlerin düşülmesi gerekmektedir (Özdemir ve Arslan, 2007: 88).

¹⁹ Buna; alternatif maliyet ya da fırsat maliyeti adı da verilmektedir.

²⁰ Yaklaşım bu yönüyle Tobin Q Suna da benzemektedir.

2.7.2.4. Tasfiye Değeri Yöntemi

Tasfiye değeri, firmanın tüm varlıklarının mecburen satılıp, elde edilen gelirden şirket borçlarının ayrılması sonucunda kalan değer, hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir. Hisse senetlerinin tasfiye değerini, nominal değerlerinden farklı yapan en önemli faktör, şirkete ait varlıkların piyasa değerlerinin, defter değerinden farklı olmasıdır. Kurumsal yönden, hisse senetlerinin piyasa değerlerinin, tasfiye değerinden düşük olması beklenir. Bunun nedeni; piyasa fiyatının, tasfiye değerinden daha aşağıya düşmesi, firmanın tasfiye edilmesi suretiyle kazanç elde etme imkanı vereceği için ilgili firmanın hisse senedine olan ilginin artmasıdır. Bu sebeple, firmaların başka bir şirket tarafından devralınmak istenmesi durumunda, tasfiye değeri çok daha fazla önem taşımaktadır. Hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih eden küçük yatırımcılar için tasfiye değeri çok da bir anlam ifade etmemektedir (Aydin, 2004: 77).

İflas gibi zorunlu durumlarda şirketlerin tasfiye değerleri genellikle oldukça düşük olur. Çünkü firmanın sahip olduğu varlıkları kısa bir zaman diliminde paraya dönüştürülmesi gerekmektedir. İsteyerek gerçekleştirilen tasfiyelerde ise, firma sahipleri zorunlu bir durum söz konusu olmamasına karşın, firmalarını farklı nedenlerle tasfiye etmeyi tercih etmişlerdir. Böyle durumlarda, firmanın tasfiye değeri, zorunlu dönemlerdeki tasfiye değerine kıyasla daha yüksek olacaktır (Ertğrul, 2008b: 144).

Faaliyetlerinin durdurulması durumunda bir işletmenin değeri, tasfiye değeri olarak adlandırılır. Bir işletmenin tasfiye değeri tespit edilmek istendiğinde, tasfiyenin şeklinin iradi ya da mecburi olmasına göre elde edilecek değer farklılık göstermektedir. Tüm aktif varlıkların makul bir sürede, iyi bir fiyatla satılması iradi tasfiye, aktif varlıkların mümkün olduğunca kısa bir sürede, açık artırma yoluyla satılması ise mecburi tasfiye yöntemidir (Dinç, 2016: 244).

2.7.3. Gelir Yaklaşımını Esas Alan Modeller

Gelir yaklaşımında; söz konusu varlığın gelir üretebilme kapasitesi göz önüne alınmaktadır. Varlıklar, yeni gelirler elde sağladıkları müddetçe bir kıymet ifade edecek lerinden, şirketin gelecek dönemlerde elde edecekleri nakit girişlerinin mühim bir etmen olduğu ve firma değerini bu potansiyel nakit girişlerinin oluşturduğu varsayılmaktadır. Bu yaklaşıma göre değer; varlığın ekonomik ömrü süresince yaratacağı gelirlerin

bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamıdır. İşletmenin varlık değerinden ziyade, gelir yaratıcı faaliyetleriyle ilgilenen dışsal yatırımcılar için bu yaklaşım önemlidir. Bu görüşe göre; firma değeri tespit edilirken göz önüne alınması gereken üç önemli nokta; gelirin miktarı, gerçekleşme süresi ve gerçekleşme olasılığıdır.

Gelir yaklaşımı, bazı kaynaklarda, gerçek değer en doğru göstergesi olarak ele alınmakla birlikte, gelecek dönemlerde elde edilmesi beklenen kârların, belirli bir dönem için (genellikle 5 yıl veya daha uzun zamanlar) doğru tahminlerin yapılamadığı, iskonto oranının, söz konusu gelirlerin kazanılamaması riskini de yansıtacak biçimde tespit edilmesinin zor olduğu durumlarda bu yöntemin kullanılması zorlanacaktır. Bu sebeple, söz konusu yöntem, özellikle değerlemesi yapılan varlıklardan elde edilmesi öngörülen gelirlerin miktarının ve süresinin sözleşmelerle belirtildiği durumlarda, (Örneğin; lisans, marka, patent, telif hakkı ve franchise (isim hakkı verme) sözleşmelerinin değerlendirilmesi) kullanılabilir en uygun yöntemdir. Gelir yaklaşımını temel alan başlıca değerlendirme yöntemleri; İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi ve Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi olup, bu yöntemlerin detayları aşağıda incelenmiştir.

2.7.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli

İskonto edilmiş nakit akışları yönteminin, temeli paranın zaman değerine dayanan gelecekteki kârların değil de nakit akışlarının değerlendirilmesi işlemidir. Net nakit akımlarının üzerinde önemle durmasının sebebi, finansçıların temel amacının firmanın değerini maksimum yapma istekleridir. Net kâr ve nakit akımlarının öncelikle tanımları yapılmasının sebebi konuya açıklık getirme isteğidir (Brigham, 1999).

Nakit akımları; tespit edilen bir dönem dahilinde çıkan veya giren net nakit tutarıdır. Muhasebe kârı; firmanın gelir tablosunda yer alan net kârıdır. Nakit akımları, diğer nakit akımları ve faaliyet nakit akımları olarak iki sınıfta incelenir. Diğer nakit akımları ise sabit varlıkların satışı, hisse senedi ihracı ve borçlanma gibi firmaların faaliyetleri sonucu ortaya çıkar. Faaliyet nakit akımları; firmanın olağan faaliyetleri sonunda elde ettiği nakit akımları olarak tanımlanabilir. Yani vergileri ve satış gelirlerini de içinde bulunduran nakdi gelirler arasında oluşan farktır. Faaliyet nakit

akımları (net gelirler) ile muhasebe kârı, aşağıda yer alan bir kısım nedenlerden dolayı birbirinden ayrılır:

- i. Gelir tablosunda yer alan bütün vergiler, geçerli dönem dâhilinde ödenmemiş olabilir veya bazı hallerde net gelire ulaşmak amacıyla, vergiler için yapılan gerçek nakdi ödemeler, satışlardan çıkarılan vergi miktarından fazla olabilir.
- ii. Satışlar nakdi olmayıp, kredili satış olduğu durumlarda, tamamı nakdi gelire kaydedilemez ve maliyetlerin veya giderlerin bir kısmının kârları hesaplamak amacıyla satışlardan çıkarılması, bu kalemlerin nakit çıkışları olduğunu ifade etmez.
- iii. Bunlardan en önemlilerinden biri de amortismanın bir nakdi gider olarak kabul edilmiyor olmasıdır. İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi uygulanırken, şu basamaklar takip edilmelidir (Chambers, 2009: 313):
 - a. Varlıklar ve yükümlülükler arasında ayırım yapılır, unsurlar belirlenir,
 - b. Geçmiş dönemlerdeki nakit akımları belirlenir,
 - c. Hangi kalemlerin nakit akımlarını etkilediğinin tahmini yapılır,
 - d. Genel varsayımların ve normal, kötümser ve iyimser varsayımların tahminleri yapılır,
 - e. Nakit akımları planlanır,
 - f. İskonto oranı planlanır,
 - g. Artık değer tahmin edilir,
 - h. Firma değerine ulaşmak için; indirgenmiş nakit akımları ile işlem görmeyen fazla stok, arsa ve arazilerin değeri beraber hesaplanır. Bu hesaptan bugünkü borç değeri düşülerek firma değeri hesaplanmış olur ve sonuçta bulunan rakamlar değerlendirilir.

2.7.3.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu Modeli

Gelirlerin kapitalizasyonu (Anaparaya Dönüşü) modeli; genellikle gelir getiren arsa, arazi, bina gibi gayrimenkullerin değerlendirilmesi için kullanılan bir yöntemdir. Yatırım aracı olarak görülen ve gelir getiren taşınmazlar satın alınmak istendiğinde, alıcı tarafından bir getiri beklentisi oluşmaktadır. Yatırımcının elde etmeyi beklediği gerçek getiri oranı veya anaparaya dönüş oranı, taşınmazın sağlayacağı yıllık net gelir

ile taşınmazın değeri arasındaki orandır. Bu hesaplama için kullanılacak formül (Engindeniz, 2010):

$$\text{Anaparaya Dönüş Oranı} = \frac{\text{Taşınmazın Yıllık Harcanabilir Geliri}}{\text{Taşınmazın Değeri}} \quad (13)$$

2.7.3.3. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA)

Artan rekabet koşulları firmaları finansal kararlarda doğru tercihler yapmaya zorlamaktadır. Doğru tercihler için firmanın durumunun net bir şekilde ortaya konması gerekmektedir. Bu nedenle etkin performans ölçümü, firmaların olmazsa olmazıdır. Günümüzde değere dayalı yönetim anlayışının yaygınlaşması ile hissedarların koymuş oldukları sermayelerinin değerlendirilip değerlendirilmediği, başka bir ifade ile işletmenin ekonomik değer yaratıp yaratmadığı EVA yöntemi ile tespit edilmektedir (Akyüz, 2013: 339).

Ekonomik katma değer yöntemine göre bir firmanın değeri; o firmaya yatırılan sermaye tutarı ile ileride yaratılması düşünülen ekonomik katma değerlerin bugünkü değerinin toplamını ifade etmektedir. Ekonomik katma değer; yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın, yaratılan sermaye ile çarpımına eşittir. Bu amaçla kullanılacak bazı tanımlama ve eşitlikler aşağıda yer almaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 351):

- ROİC (Return on Invested Capital): Yatırılan Sermayenin Getirisi
- WACC (Weighted Average Cost of Capital): Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = (\text{ROİC} - \text{WACC}) * \text{Yatırılan Sermaye} \quad (14)$$

- NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax): Net Faaliyet Karı - Düzeltilmiş Vergi

$$\begin{aligned} \text{Yatırılan Sermayenin Getirisi} \\ = \text{Net Faaliyet Karı} - \text{Düzeltilmiş Vergiler} \end{aligned} \quad (15) \quad (15)$$

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{WACC}) \quad (16)$$

$$\begin{aligned}
& \text{Firma Değeri} \\
& = \text{Yatırılan Sermaye} \\
& + \text{Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri}
\end{aligned}
\tag{17}$$

Bu formüllerde yer alan *yatırılan sermaye* kavramı; firmanın dönem başındaki net işletme sermayesi ile, duran varlıkların toplamı olmaktadır. Ekonomik katma değer bugünkü değeri kullanılarak hesaplanmış olan ekonomik katma değer, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 351). Bahse konu yöntemde firmanın toplam sermaye getirisi ve toplam sermaye maliyeti arasındaki farka bakılmaktadır. Fark pozitif ise hissedarların için olumlu, negatif ise yatırılan sermaye değerinin düştüğünü belirtir (Akyüz, 2013: 343). EVA değeri arttıkça hissedarlar daha fazla kâr elde ederler. EVA yönetici ve hissedarların amacının aynı olmasına katkı sağlamaktadır ve aynı zamanda en alt kademe çalışandan, en üst düzey yöneticilere kadar herkesi motive edici özelliğe sahiptir. Firmanın yarattığı ekonomik katma değeri artırabilmek için yapılan faaliyetlerden bazıları şöyledir (Ercan ve Ban, 2005: 351 - 352):

- Firma maliyetlerini azaltmak,
- Faaliyet giderlerini kontrol altında tutmak,
- Vergileri düşürmek,
- Vergi sonrası faaliyet karındaki artış, sermaye maliyetindeki artıştan fazla ise; yatırım kararı almak
- Şirket kapasitesinin verimli kullanılmasını sağlamaktadır

2.8. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde konuyla ilgili yapılmış çalışmaların özeti, yayınlanma tarihi sırasına göre verilecektir. Bu amaçla önce diğer ülkeler, sonra Türkiye için yapılmış uygulamalı çalışmalara yer verilecektir.

2.8.1. Diğer Ülkeler İçin Yapılmış Çalışmaların Özeti

Modigliani ve Miller (1958), 43 elektrik firmasının 1947 – 1948 dönemi verilerini ve 42 petrol firmasının 1953 yılı verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri yatay - kesit regresyon analizinde; firmaların sermaye yapısı, kaynak maliyeti ve firmanın piyasa

değeri arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Modigliani ve Miller (1966) çalışmalarında ise; yine elektrik sektöründe faaliyet gösteren 63 firmanın 1954 – 1957 dönemi verilerini kullanarak yaptıkları katlı regresyon analizinde; firmaların sermaye yapısı, kaynak maliyeti ve firmaların piyasa değeri arasında yine hiçbir ilişkinin olmadığını görmüşlerdir. Stiglitz (1969), Modigliani ve Miller'in bu tespitlerini sert biçimde eleştirmiş ve bu şartların geçerli olabilmesinin, ancak tam rekabet koşulları altında mümkün olabileceğini, oysa firmaların aksak rekabet koşulları altında faaliyet gösterdiklerini, böyle ortamlarda firmaların yabancı kaynak taleplerinin artmasının, faizlerin yükselmesine, bunun da firma değerinin düşmesine neden olacağını ve Modigliani ve Miller (M-M) Teoreminin geçerli olmayacağını ifade etmiştir.

Barges (1973), demiryolu işletmeleri, büyük mağazalar ve çimento firmaları arasından seçtiği 158 firmanın 1956 yılı verilerini kullanarak gerçekleştirdiği yatay – kesit regresyon analizleri ile Modigliani ve Miller yaklaşımını test etmiştir. Barges bu çalışmada, Modigliani ve Miller'in bağımlı ve bağımsız değişkenlerin paydasına firmaların piyasa değerini koymasının, bu değişkenler arasındaki ilişkiyi olduğundan daha büyük göstereceği iddiasıyla, değişkenlerin paydasında firmaların defter değeri verilerini kullanmıştır. Yapılan analizler sonucunda; firmaların sermaye yapısı içinde yabancı kaynakların payının artmasının, ağırlıklı kaynak kullanım maliyetini düşürdüğü ve bunun da firmaların piyasa değerlerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Rajan ve Zingales (1995), işletmelerin varlık yapısının, firma değeri üzerindeki etkilerini, G7 ülkelerindeki 8000 firmaların 1987 – 1991 dönemi verilerini kullanarak, ayrı ayrı incelemiş ve bu değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edememişlerdir.

Baker ve Powell (1999), üç farklı sektördeki firmaların kâr dağıtım politikalarını, şirket yöneticileri ile görüşüp belirlemeye ve elde ettikleri farklı kâr dağıtım politikalarını, firmaların piyasa değerleri ile ilişkilendirmeye çalışmışlardır. Sonuç olarak; kâr payı dağıtım politikalarının, bazı yöneticiler tarafından firma değerini etkilediği, bazı yöneticiler tarafından da etkilemediği cevapları ile karşı karşıya kalmışlardır.

Aivazian, Booth ve Cleary (2003), içlerinde Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Analizlerinde yer alan

işletmeleri Amerika'daki işletmeler ile karşılaştırarak, kâr payı dağıtım politikalarını incelemişlerdir. Sonuç olarak; gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler ile Amerika'daki işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarının aynı faktörlerden etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Huang ve Song (2006), Çin'in Şangay Borsasında işlem gören 1200 firmanın 1994 – 2003 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle gerçekleştirdikleri incelemede; firma büyüklüğü ve sabit varlıkların yanında borç dışı vergi kalkanları, büyüme olanakları, yönetsel ortaklıkların firmaların verimliliğini artıracaklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca firmanın devlete veya özel sektöre ait olmasının, şirketlerin sermaye yapısı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı da belirlenmiştir.

Sudiyatno, Puspitasari ve Kartika (2012), şirket politikaları, firma performansı ve firma değeri arasındaki ilişkileri, Endonezya Borsasında (İndonesia Stock Exchange, IDX) işlem gören firmaların 2008 -2010 dönemi için araştırmış ve finansal kaldıraç oranındaki artışların firma performansını negatif, firma değerini pozitif etkilediğini, teşvik yönetiminin şirket performansı üzerinde negatif, şirket değeri üzerinde pozitif etkilerinin olduğunu tespit etmiştir. Çalışmada ayrıca; sermaye yatırımlarının şirket performansı üzerinde pozitif, şirket değeri üzerinde negatif etkilerinin olduğu belirlenmiştir.

Asiri ve Hameed (2014), Bahreyn'de faaliyet gösteren 44 firma için likidite, etkinlik, kârlılık ve borç yönetimi gibi finansal büyüklükler ile F/K ve PD/DD değerleri arasındaki ilişkiyi, 1995 – 2013 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. Yapılan araştırma sonucunda; finansal kaldıraç, aktif karlılığının ve aktif büyüklüğünün firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Konuya sektörler açısından bakıldığında ise; bankacılık sektöründe aktif karlılığın ve finansal kaldıraçın firma değerini olumlu yönde, sigortacılık sektöründe ise aktif karlılığın ve aktif büyüklüğün firma değerini olumsuz yönde, finansal kaldıraçın ise olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.

Abdullah vd. (2014), hisse senetleri Malezya'daki Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 395 firmanın 2011 dönemi verilerini kullanarak yaptıkları analizde; bilgi asimetrisini azaltan firmaların piyasa değerinin pozitif yönde değiştiğini, bu firmalarda

Tobin Q değeri ile kârlılık ve finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü, firma büyüklüğü ile negatif yönlü ilişkiler bulunduğunu belirlemişlerdir.

Kumar (2015), Birleşik Arap Emirlikleri'nde faaliyet gösteren ve hisse senetleri DFM'de (Dubai Borsasında) işlem gören 61 firmanın 2013 yılı verilerini kullanarak yaptıkları analizde; aktif büyüklüğü yönünden küçük olan firmaların, büyük firmalara oranla daha fazla katma değer ürettiklerini tespit etmiştir. ROA ve ROE değişkenleri arasındaki korelasyon katsayısını 0.965 bulan yazar, toplam firma büyüklüğü ile firma değeri arasındaki ilişkinin de 0.585 olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Gamyuni (2015), Endonezya'da faaliyet gösteren firmalarda; sahip olunan varlıkların ve uygulanan finansal politikaların firma değeri üzerindeki etkilerini, 2007 – 2009 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. Yapılan analizler sonucunda; maddi olmayan duran varlıklar ile firmaların piyasa değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yazar bu durumun nedeninin; yatırımcılar tarafından, daha fazla maddi olmayan duran varlığa sahip firmaların, daha yüksek kâr getirebilme potansiyeline sahip olduğu ve bunun da firma değerini arttıracaklarını düşündüklerini açıklamıştır.

Du, Wu ve Liang (2016), Çin'de faaliyet gösteren firmaların piyasa değeriyle aktif kârlılığı, firma likiditesi, kaldıraç oranı, maddi olmayan duran varlıklar ve firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi, 1517 gözlem kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda; maddi olmayan duran varlıkların firma değerini istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilerken, likidite ve firma büyüklüğünü istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Adenuga, Ige ve Kesinti (2016), finansal kaldıraç uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkilerini, Nijerya Borsasında (Nigerian Stock Exchange, NSE) faaliyet gösteren 5 firmanın 2007 – 2012 dönemi verilerini kullanarak, panel EKK yöntemiyle analiz etmiş ve finansal kaldıraç ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin bulunduğunu tespit etmiştir. Bu çalışma ayrıca, uzun vadeli projelerin finanse edilmesi gerektiğinde finansal kaldıraç firmalara, özkaynaklardan daha iyi bir finansman olanağı sunduğu sonucuna da varmıştır. Yazarlar, borç finansmanında kaldıraç kullanımının, firmaları iflase sürükleyebilir veya firma değerini düşürebilme gibi olumsuz potansiyel etkilerinin de bulunduğunu dile getirmişlerdir. Araştırmacılar

bu nedenle; finansal kaldıraç, firmaların değerini en üst düzeye çıkaracak şekilde firmalar tarafından optimize edilmesi gerektiğini önermişlerdir.

Laghari (2017), işletme kaldıraç ve finansal kaldıraçın firma değeri üzerindeki etkilerini, Pakistan Karaçi Borsasında işlem gören firmaların 2005-2009 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda; işletme kaldıraç ve finansal kaldıraçın firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Yazar bu çalışmada ayrıca; firma değerini etkileyen risklerin kaynaklarını ve firma değeri üzerindeki etkilerini de irdelemeye çalışmıştır.

Sualekhhattak ve Hussain (2017), Pakistan'daki Karaçi Borsasında işlem gören firmaların 2011 – 2015 dönemi verilerini kullanarak EKK yöntemiyle yaptığı analizlerde; büyüme fırsatlarının, temettü politikası, sahiplik yapısı ve sermaye yapısının firma piyasa değeriyle olan ilişkilerini inceledikleri çalışmalarında, firmaların piyasa değeriyle finansal kaldıraç oranı ve sahiplik yapısı arasında pozitif, aktif büyüklüğüyle firmaların piyasa değeri arasında negatif yönlü ilişkiler olduğunu belirlemişlerdir.

Ng vd. (2017), işletme sermayesi yönetiminin firma kârlılığı üzerindeki etkilerini, Malezya'nın Bursa adlı borsasında işlem gören 122 imalat sanayi firmasının 2007 – 2012 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiş ve bütüt faaliyet gelirine yönelik kararların agresiflik derecesindeki artışların firma kârlılığını azalttığını, ancak finansman politikalarının agresiflik derecesindeki artışların firma kârlılığını artırdığını tespit etmiştir.

Muchtar vd. (2018), Endonezya'daki kamu şirketlerinin finansal kararlarının etkilerini, dinamik panel veri analizi (GMM) yöntemleriyle incelemiştir. Çalışmada 212 şirketin, 2003 – 2013 dönemi verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda; firmaların bir önceki yıldaki finansal performanslarının, bir sonraki yılı da etkilediği, yatırım, kaldıraç ve kâr dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada ilginç olan; yatırımların, firma değerini (aktif getirisini) azaltıcı yönde etkilerinin tespit edilmiş olmasıdır. Ama yatırımlar Tobin Q değerini pozitif yönde etkilemiştir. Yazarlar, yatırımların firma değeri üzerindeki negatif etkisinin nedeninin, aşırı yatırım olabileceğini ifade etmişlerdir. Bu çalışmada ek olarak; kâr payı

dağıtımlarının, yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılandığı ve firma değerini artırdığı bulgusuna da ulaşılmıştır.

Kamran vd. (2018), kâr yönetimi ve finansal politikaların, firmaların piyasa değeri üzerindeki etkilerini, Çine ve Pakistan Daki firmalar için karşılaştırmalı olarak analiz etmişlerdir. Bu amaçla Çin'den 857, Pakistan'dan 150 firmanın 2012 – 2016 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizleri gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sonucunda; her iki ülkede de yöneticilerin kâr yönetimi politikalarının, Tobin Q değeri ve hisse senedi getirisi üzerinde önemli etkilerinin olabildiği görülmüştür.

Hang vd. (2018), finansal kararların firma değerini nasıl ve ne zaman etkilediğini, bu konuda yapılmış 411 çalışmaya uyguladıkları meta-analiz yöntemiyle incelemişler ve sermaye yapısının, risk yönetimi ile firma değeri arasındaki ilişkiye aracılık ettiğini, iyi bir risk yönetiminin, kaldıraç üzerinden firma değerini artırdığını ve kaldıraç oranının firma değeri üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Chang ve Jo (2019), işçi dostu uygulamalar ve üretim piyasasındaki rekabetin, firma değeri üzerindeki etkilerini, ABD'deki geniş bir firma sepeti (3196 firma) için panel EKK yöntemiyle incelemişlerdir. Bu çalışmada ayrıca Fortune Dergisi tarafından belirlenen Çalışmak İçin En İyi 100 Firma listesinde yer alan şirketlere ait datalar da karşılaştırma yapmak için kullanılmıştır. Çalışmada 1991 – 2012 dönemi veri setinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda; daha rekabetçi endüstrilerdeki firmaların, çalışanlarına olumlu davranma olasılığının daha yüksek olduğu, bu durumun, Fortune Dergisi tarafından oluşturulan listedeki firmalarda daha da arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca firmaların rekabetçi piyasalarda faaliyet göstermesi ve çalışan dostu politikalar uygulamasının, firma değerini olumlu yönde etkilediği de belirlenmiştir.

Sak vd. (2019), şirketlerdeki finansal kararların firma değeri üzerindeki etkilerini, Malezya borsası Bursa'da yer alan 256 firmanın 2000 – 2015 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. Firma değerini Tobin Q'su ile ölçen araştırmacılar, firmaların finansal kararlarını; kaldıraç oranı (kısa dönem borçlarının toplam varlıklara oranı, uzun dönem borçlarının toplam varlıklara oranı, toplam borçların toplam varlıklara oranı ve toplam borçların toplam öz kaynaklara oranı) ve borçların vadeleri ile temsil etmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda; kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı ve uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı verilerinin, firma değeri üzerinde pozitif ve

istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğu, tespit edilmiştir. Toplam borçların, toplam varlıklara oranındaki artışın ise firma değerini olumsuz etkilediği görülmüştür. Bu çalışmada son olarak; firma değerinin, borçların vade yapısına bağımlı olmadığı belirlenmiştir.

Husna ve Satria (2019), aktif kârlılığı, borç / varlık oranı, cari oran, firma büyüklüğü ve temettü ödeme oranının, firma değerine olan etkilerini, Endonezya Borsası'nda (Indonesia Stock Exchange) işlem gören 138 firmanın 2013 – 2016 dönemi verilerini kullanarak, çoklu regresyon analizi yöntemiyle incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda; aktif kârlılığı ve firma büyüklüğünün firma değerini artırdığı, borç / varlık oranı, cari oran ve temettü ödeme oranının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Tirani ve Tarmidi (2019), yatırım, fonlama ve kâr dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkilerini, Endonezya borsasında faaliyet gösteren 33 firmanın 2013-2016 dönemi verilerini kullanarak, çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemiyle incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda; fonlama ve kâr dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğunu, fakat yatırım kararlarının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığını belirlemişlerdir.

2.8.2. Türkiye İçin Yapılmış Çalışmaların Özeti

Kıyılar (1997), firmalarda uygulanan kâr payı politikalarının firma değerine etkilerini, BİST'te işlem gören 34 firmaya ait 1988 – 1996 dönemi, hisse senedi başına net kâr, kâr dağıtım oranı ve fiyat verilerini kullanarak, Pearson korelasyon matrisi yöntemiyle gerçekleştirdiği analizlerde, firmalarda uygulanan kâr payı politikalarının firma değerine olumlu etkisinin en yüksek olduğu firmaların; Brisa, Olmuksa, Otosan, Çimsa, Çukurova Elektrik ve Kav olduğunu, uygulanan kâr payı politikalarının firma değerine negatif etkisinin en yüksek olduğu firmaların ise; Hektaş, Koç Yatırım, Döktaş ve Türkiye Şişe Cam olduğunu tespit etmiştir.

Yenice (2001), metal ana sanayinde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısıyla firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edemezken, sermaye yapısıyla firma verimliliği arasında zıt yönlü bir ilişki belirlemiştir. Buna göre;

işletmeler borç kullanımını arttırdıkça verimlilikleri azalmakta, borç kullanımını düşürünce verimlilikleri artmaktadır.

Gönenç ve Arslan (2003), Türkiye’de işlem gören 96 ulusal ve 112 uluslararası reel sektör şirketinin 1995 – 1999 ve 2000 – 2001 dönemlerine ait verilerini kullanarak yaptıkları araştırmada; maddi duran varlıklar ile uzun vadeli borçlar arasında pozitif, kısa vadeli borçlar ve toplam borçlarla, maddi duran varlıklar arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Akın 2004 yılındaki çalışmasında; BİST’te yer alan 70 firmanın 1998 – 2002 dönemi günlük verilerini kullanarak yapmış olduğu ANOVA ve panel regresyon analizinde, borçlanma oranındaki (sermaye yapısında) artışın, firmaların ortalama kaynak kullanım maliyetlerini düşürdüğünü, firma değerini arttırdığını ve ortalama kaynak maliyetindeki artışın da firma değerini azalttığını tespit etmiştir. Özaltın (2006), hisse senetleri BİST 100 endeksinde taranan firmaların sermaye yapılarını oluşturan; uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar, kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam kaynaklar ve özkaynaklar / toplam kaynaklar oranı ile firma değeri arasındaki ilişkileri belirleyebilmek için 2000 – 2003 dönemi verilerini kullanarak, her bir yıl için ayrı ayrı uyguladığı korelasyon analizleri sonucunda; şirketlerin piyasa değerleriyle sermaye yapısını oluşturan oranlar arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Öz ve Güngör (2006), işletme sermayesi yönetiminin firma kârlılığı üzerindeki etkilerini, BİST’te işlem gören 68 firmanın 1992 – 2005 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. İşletme sermayesi yönetimini; alacak devir hızı, stok devir hızı, borç devir hızı ve net ticaret süresi ile temsil eden araştırmacılar, yaptıkları analizler sonucunda; bu değişkenlerin firma kârlılığını azalttığını, satışlardaki büyüme ve mali duran varlıkların ise firma kârlılığını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Can (2007), Türk imalat sanayiinin finansmanında banka kredilerinin rolünü, M-M Teoremi çerçevesinde ele almış, bu amaçla firmaların 1990 – 2005 dönemi verilerini kullanarak, panel regresyon yöntemiyle araştırmış ve firmaların yabancı fon kaynağı kullanımındaki 1 birimlik artışın, firmaların özsermaye kârlılığını yaklaşık 2 puan artırdığını, bu nedenle M-M Teoreminin Türkiye ekonomisinde geçerli olduğunu belirlemiştir.

Baldemir ve Süslü (2008), BİST 100 endeksinde işlem gören 75 firmanın, 2005 - 2006 dönemi verilerini kullanarak, doğrusal Logit - Probit analizi yöntemiyle yaptıkları araştırmada; Modigliani-Miller teoreminin geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar bu durumun nedeni; Türkiye gibi vergi yükünün yüksek olduğu ve yüksek enflasyon sorunu yaşanan ekonomilerde, şirketlerin borçlanmalarının daha akıllıca olduğunu, ancak 2001 yılında yaşanan ve ülkedeki finans sektörünü büyük ölçüde etkileyen ekonomik krizin, işletmeleri daha temkinli olmaya yönlendirmesi olduğunu ifade etmişlerdir.

Demirhan (2009) BİST'te faaliyet gösteren 20 hizmet sektörü firmasının 2003 – 2006 dönemi verilerini kullanarak yaptığı çalışmada; varlık yapısının, kaldırıcın en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu ve aralarında negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu belirlemiştir.

Mandacı (2009), finans sektörü dışında faaliyet gösteren 247 firmayı, 196 – 2004 dönemi için ele aldığı çalışmada; maddi duran varlıklar ile uzun vadeli borçlar arasında pozitif yönlü, kısa vadeli borçlar ve toplam borçlarla, maddi duran varlıklar arasında ise negatif yönlü ilişkiler belirlemiştir.

Birgili ve Düzer (2010), finansal karar verme sürecinde kullanılan oranların firma değeri üzerindeki etkilerini, BİST 100 endeksinde yer alan 58 firmanın, 2001- 2006 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelenmiş ve firma değerini; nakit oranı, cari oran, toplam borç/öz kaynak oranı, öz kaynak/toplam pasif oranı, döner sermaye devir hızı, aktif devir hızı, dönem net kârı/öz kaynaklar, faaliyet kârı/net satışlar oranı, fiyat/kazanç oranı, PD/DD ve hisse başına kârdaki artışların pozitif, asit-test oranı, toplam borç/toplam aktif oranı, stok devir hızı ve öz sermaye devir hızındaki artışların ise negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.

Ata ve Ağ (2010), BİST'te işlem gören Metal Ana Sanayi ve Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım sektörlerinde faaliyet gösteren 42 firmanın 2003 – 2007 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle gerçekleştirdiği analizde; borçlanma oranı, likidite oranı, faizleri karşılama oranı ve büyüme oranının firma karlılığını ve piyasa değerini pozitif, firma büyüklüğünün ise negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Ertaş ve Karaca (2010), kâr dağıtımının ilan edilmesi ile gerçekleşmesi arasında geçen sürenin firma değerine etkilerini, BİST 30 endeksinde yer alan firmaların 2007 yılı verilerini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada; kâr dağıtımının ilanından önceki 30 günlük ve ilanı takip eden 30 günlük dönemdeki hisse senedi ve firma değeri verilerinden yararlanılmış, anormal getiriler (Abnormal Returns: AR) değerleri hesaplanmıştır. Yapılan analizler sonucunda; hisse senetlerinin kâr dağıtım tarihlerini, kâr dağıtımının ilanından sonra ne kadar kısa sürede yaparlarsa, yatırımcıların bu hisse senetlerine yatırımı daha çok düşünmekte olduğu ve firmanın hisse senedine yönelik talebin ve hisse senedinin piyasa fiyatının, dolayısıyla da firmanın piyasa değerinin artacağı belirlenmiştir.

Altan ve Arkan (2011), BİST'te Sanayi endeksinde işlem gören 127 firmanın, 2004 -2007 dönemi verilerini kullanarak, özsermaye, kısa dönemli borçlanma ve uzun dönemli borçlanma verilerinin şirket değeri üzerindeki etkilerini, Panel EKK yöntemiyle incelemişler ve kısa dönemli borçlanma, uzun dönemli borçlanma ve özsermaye değerlerindeki artışların, firmaların piyasa değerini artırdığını tespit etmişlerdir.

Coşkun ve Kök (2011), BİST'te faaliyet gösteren 74 firmada izlenen işletme sermayesi politikalarının firma karlılığına ve değerine olan etkilerini, 1991 – 2005 dönemi verilerini kullanarak, dinamik panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. İşletme sermayesi politikalarının ölçütü olarak; alacak tahsil süresi, stok devir süresi, sektöre göre düzeltilmiş nakit dönüş süresi ve borç ödeme süresi verileri kullanılırken, kârlılık ölçütleri olarak; aktif kârlılığı verilerinden yararlanılmıştır. Dinamik panel veri analizi yöntemlerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile yapılan analizlerde; içinde yer aldıkları sektöre göre agresif yatırım politikaları izleyerek, alacak tahsil sürelerini ve stokta bekleme sürelerini azaltan firmaların kârlılığını artırabileceği, başka bir deyişle alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve nakit dönüş süresi daha kısa olan firmaların daha kârlı oldukları belirlenmiştir. Bu çalışmada ek olarak borç ödeme süresiyle kârlılık arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur.

Kar vd. (2012), kâr dağıtımının hisse senedi değeri ile olan ilişkisini, spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren 4 firmanın 2005 – 2010 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Her bir yıl için ayrı ayrı

gerçekleştirilen yatay-kesit analizleri sonucunda; kâr payı dağıtımı ile hisse senedi değeri arasında anlamlı, fakat zayıf bir ilişkinin var olduğu görülmüştür.

Akman (2012) çalışmasında ise, Türkiye’de faaliyet gösteren 97 adet imalat sanayi firmasının 2003 - 2011 dönemi verilerini kullanarak yaptığı analizler sonucunda; uzun vadeli borçlar ile işletmelerin varlık yapıları arasında herhangi bir ilişkisi tespit edilemez iken, kısa vadeli borçların varlık yapısından pozitif yönde etkilendiğini tespit etmişlerdir. Çalışmada imalat sanayii firmalarının sermaye yapılarının (toplam borçların, toplam aktiflere oranının), kârlılık, varlık yapısı, likidite oranı ve varlık kullanım oranıyla negatif, ekonomik büyüme oranı ve piyasa zamanlaması ile pozitif ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Büyüksalvarcı ve Uyar (2012), Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)’ye göre hazırlanmış mali tablolardan elde ettikleri nakit oranı, cari oran, kısa vadeli borç/yabancı kaynaklar ve uzun vadeli borç/toplam aktif oranı verileri ile firmaların hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri; 91 şirketin 2004 yılı verilerini kullanarak, EKK yöntemiyle analiz etmişler ve finansal kararların, firma değeri ve hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin var olduğunu belirlemişlerdir.

Ayrıçay ve Türk (2014), firmalara ait finansal oranlarla işletme değeri arasındaki ilişkileri, 56 firmanın 2004 – 2011 dönemi borçlanma oranı, asit-test oranı, aktiflerin kârlılık oranı, aktif devir hızı, PD/DD, net satışlar, finansal kaldıraç ve firma değeri verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemi yardımıyla araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda; asit-test oranı ve PD/DD oranının firma değerini olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Aktif devir hızının ve finansal kaldıraç oranlarının ise firma değerini olumsuz yönde etkilediği ve buna bağlı olarak finansal analiz oranlarının, firma değeri üzerinde etkisinin var olduğu bulunmuştur.

Sandıkçı (2014), şirketlerde uygulanan kar dağıtım politikalarının finansal performans üzerindeki etkilerini, hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören 82 firmanın 2008 – 2012 dönemi verilerini kullanarak, Man – Whitney - U testi ve Kruskal – Wallis - H testi ile araştırmıştır. Firmaların piyasa performanslarını PD/DD oranı ve Tobin Q değerleri ile ölçen yazar, piyasa değeri açısından kâr payı dağıtımına göre firmalar arasında anlamlı farklılık tespit ederken, F/K oranı açısından kâr payı dağıtan

ve dağıtmayan firmalar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. Yazar elde ettiği bulguların, Gordon (1962) ve Linther (1962) tarafından geliştirilen kâr payı dağıtımı ile firmanın piyasa değeri arasında ilişki olduğu varsayımını desteklediğini belirtmiştir.

Agha Baki (2014), Türkiye'deki firmalarda kurumsal yönetim ilkeleri ile firma değeri ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi, BİST'te işlem gören 60 firmaların 2008 – 2012 dönemi verilerini kullanarak, çoklu regresyon analizi yöntemiyle incelemiştir. Analiz sonunda; kurumsal yönetim endeksindeki artışların, firma değeri üzerinde ve öz kaynak net kârlılık oranı üzerinde pozitif etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde şirketin büyüklüğü %1 arttığında hisse senetlerinin getirisinin %0.97 oranında arttığı belirlenmiştir.

Demirgüneş (2016), firma değerinin finansal belirleyicilerini, BIST 100 kapsamında imalat sektörünün kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler alt sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2007:Q1 – 2014:Q4 dönemi verilerini kullanarak, faktör analizi yöntemiyle araştırmıştır. Çalışmasında açıklayıcı değişken olarak 25 adet finansal değişken kullanan yazar, bağımlı değişken olarak PD/DD değişkenine yer vermiştir. Yapılan analizler sonucunda; büyüme ve büyüklük ile ilişkili değişkenlerin firma değerini pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı, kârlılık değişkeninin ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı biçimde etkilediğini bulmuştur.

Yelgen ve Uyar (2016), firma değerini belirleyen faktörleri, beş yıldızlı bir konaklama işletmesinin 2007 – 2016 dönemi verilerini kullanarak, WACC (Weighted Average Cost of Capital: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti), CAPM (Capital Asset Pricing Model: Sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli), ROİC (Return on Invested Capital: Yatırım Sermayesi Getirisi), NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes: Daha Az Düzeltilmiş Net Faaliyet Karı Vergiler) ve FYS (Finance and Accounts: Finans ve Hesaplar) gibi yöntemlerle incelemiş ve şirket değerini etkileyen en önemli faktörlerden olan, tahmini nakit akımlarının ve ekonomik kârların bugünkü değerlerine indirgenmesinde ve devam eden değer bulunmasında gerekli olan WACC, CAPM, ROİC, NOPLAT ve FYS değerleri tespit edilmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda; 2014 yılı için ROİC=0.0981, NOPLAT=1738063 Dolar, FYS=17716137 Dolar, WACC=0.148 ve CAPM=0.2011 olduğunu hesaplamıştır.

Şenol ve Karaca (2017), finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkilerini, hisse senetleri BİST'te işlem gören 35 firmanın 2008 – 2015 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Bu çalışmada bağımlı değişkenler olarak; Tobin Q'su ve PD/DD verileri, bağımsız değişkenler olarak; finansal kaldıraç, kredi riski, kur riski ve likidite riski verileri kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda firma değerini; kaldıraç oranı ve kredi risklerinin pozitif, kur riski ve likidite riskinin ise negatif etkilediği belirlenmiştir.

Korkmaz ve Dilmaç (2018), bankacılık ve sigorta şirketlerinde, firmaların piyasa değerlerini etkileyen finansal faktörleri, 17 firmanın 2008 – 2015 dönemi üçer aylık; PD/DD, Tobin Q'su, likidite, özkaynak kârlılığı, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, aktif büyüme ve maddi olmayan duran varlıklar verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda; sigorta şirketlerinde kaldıraç oranının PD/DD oranını pozitif yönde, özkaynak kârlılık oranını ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bankacılık sektöründe ise; kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerinin, PD/DD değerini negatif yönde, özkaynak kârlılığı ve maddi olmayan duran varlıkların ise pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Sümer Göğüş vd. (2019), firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörlerin, firma değeri üzerindeki etkilerini, BİST'te işlem gören 149 firmanın 2009 - 2018 dönemi, verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonunda; PD/DD (firma değeri) ile toplam borç/özsermaye ve Tobin Q Su arasında pozitif, kısa vadeli borç/toplam aktifler ve firma büyüklüğü ile firma değeri arasında negatif ilişkiler tespit etmişlerdir.

Ocak ve Fındık (2019), maddi olmayan duran varlıkların ve maddi olmayan duran varlıkların alt bileşenlerinin, sürdürülebilir firma büyümesine ve firma değerine etkilerini, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların 2005 – 2013 dönemi verilerini kullanarak (1353 gözle ile) EKK ve 2 aşamalı Heckman yöntemleriyle analiz etmiştir. Çalışma sonucunda; maddi olmayan duran varlıkların toplam değerindeki artışların, firmaların sürdürülebilir büyüme oranlarını ve firma değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

İncelenen örnek çalışmalar da göstermektedir ki; finans literatüründe bazı araştırmacılar kâr dağıtım politikalarının firma değerini etkilediğini savunurken, bazıları

kâr dağıtım politikalarının, firma değerini etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır ve bu konu hakkında tam bir fikir birliği söz konusu değildir. Çalışmalarda farklı bulgular söz konusu olmakla birlikte, yüksek kaldıraç oranlarının, firmaların piyasa değerini negatif yönde etkilediği görüşü ön plana çıkmaktadır.

Yapılan literatür taramasında; firmaların finansal politikalarının firma değeri üzerindeki etkilerinin nedensellik analizi yöntemiyle incelendiği herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu çalışmada firmaların finansal politikalarının firma değeri üzerindeki etkileri, en güncel nedensellik analizi yöntemlerinden biri olan Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenerek, literatürdeki önemli bir boşluğun dolduracağına da inanılmaktadır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERDE FİNANSAL POLİTİKALARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: BİST'TE BİR UYGULAMA

Bu bölümde, konuyla ilgili ekonometrik analiz gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda; hisse senetleri 2010 -2019 döneminde BİST'te sürekli işlem gören ve İmalat Sanayi alanında faaliyet gösteren 82 tane firmaya ait 10 yıllık veriler kullanılarak, dengeli panel veri analizleri gerçekleştirilmiştir. BİST şirketlerinde çalışma döneminde bir çok firma düzenli kar payı dağıtım yapmadıkları için çalışma kapsamına alınmamıştır.

3.1. BİST'TEKİ GÜNCEL DURUM

2019 yılın sonuna kadar hisse senetleri BİST'te işlem gören 491 şirket bulunmaktadır (KAP, 2019). Yakın geçmişte Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı 511 idi. Bir kısım şirketlerin borsadan çekilmesi/kapanması sonucu bu sayı 491'e inmiştir. Hükümet tarafından 2020 yılında borsaya daha fazla şirketin girmesi konusunda bir kısım çalışmalar yürütülmektedir. Özellikle İstanbul'un bir Finans Merkezi haline getirilebilmesi çalışmaları kapsamında, BİST'te faaliyet gösteren firma sayısının, borsanın günlük işlem hacminin ve işlem sayısının artırılması, borsa endeksindeki aşırı volatilitenin (oyunaklığın, dalgalanmaların) azaltılması yararlı olacaktır. An itibariyle (20.12.2019 tarihi itibariyle) BİST'te faaliyet gösteren (hisse senetleri işlem gören) şirketlerin içinde yer aldıkları sektörlere göre dağılımı Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 3.1. BİST’te Yer Alan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektör	Firma Adedi
Tarım, orman ve balıkçılık	3
Madencilik	4
İmalat sanayii	179
Gıda, içki ve tütün	28
Dokuma, giyim eşyası ve deri	24
Orman ürünleri ve mobilya	5
Kâğıt ve kâğıt ürünleri, basım ve yayın	13
Kimya, petrol kauçuk ve plastik ürünler	30
Taş ve toprağa dayalı	26
Metal ana sanayi	18
Elektrik gaz ve su	9
İnşaat ve bayındırlık	9
Toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar	31
Ulaştırma, haberleşme ve depolama	10
Mali kuruluşlar	128
Aracı kurumlar	5
Gayrimenkul yatırım ortaklıkları	33
Menkul kıymet yatırım ortaklıkları	9
Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları	7
Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler	6
İnsan sağlığı ve sosyal hizmetler	2
Spor faaliyetleri eğlence ve oyun faaliyetleri	4
Teknoloji	18
İdari ve destek hizmet faaliyetleri	4
Seyahat acentesi, tur operatörü ve diğer rezervasyon hizmetleri ile ilgili faaliyetler	1
Güvenlik ve soruşturma faaliyetleri	2
Büro yönetimi, büro desteği ve diğer şirket destek faaliyetleri	1

Kaynak: KAP (2019b). **Not:** Bazı firmalar, birden farklı sektörde faaliyet gösterdiği için toplam sayı 491’i aşmaktadır.

Görüldüğü gibi, 30.12.2019 tarihi itibarıyla, BİST’te birçok farklı sektörden 491 tane firma faaliyet göstermektedir. Ancak bu firma sayısı, Türkiye gibi 80 milyonu aşkın nüfusu olan ve dünyanın 17. büyük ekonomisi konumunda bulunan Türkiye için yetersizdir. Borsada işlem göre firma sayısının bir an önce artırılması gerekmektedir. Bu, hem ülkenin finansal piyasalarının genişlik ve derinliğini artıracak, hem de

şirketleri daha şeffaf olmaya zorlayarak, devletin SGK primi ve vergi tahsilatlarını artırabilmektedir.

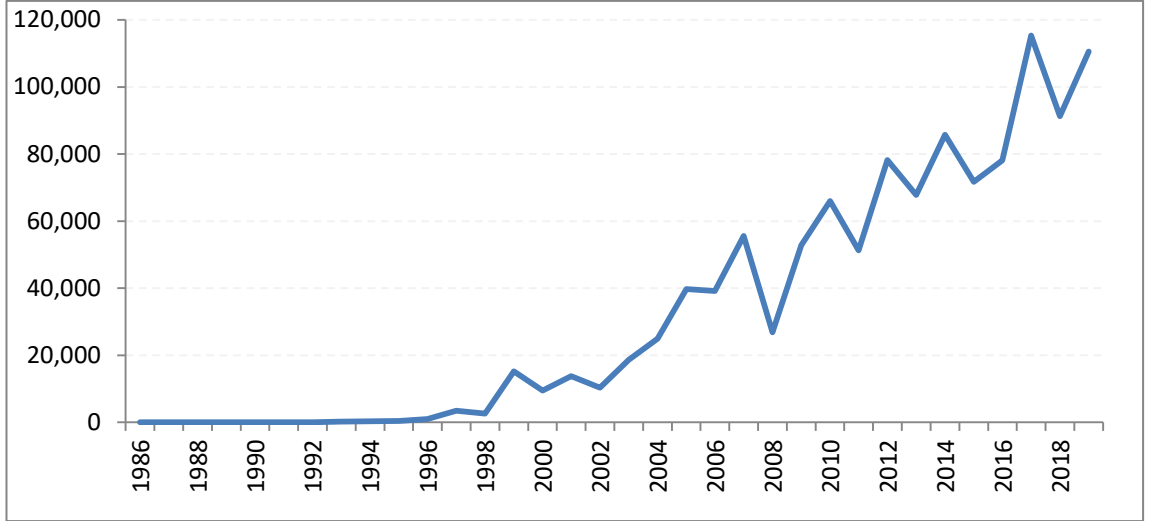
BİST'teki hisse senetlerinin gün sonu kapanış fiyatlarının ağırlıklandırılmasıyla, Tablo 3.2'de yer alan endeksler oluşturulmuştur/yayınlanmaktadır.

Tablo 3.2. BİST Endeksler

Endeks Adı	Açıklama	Başlangıç Tarihi	Başlangıç Değeri	Yer Alan Şirket Sayısı
BIST 100	En yüksek piyasa değeri ve işlem hacmine sahip ilk 100 şirket	3 Ocak 1986	1	100
BIST 50	En yüksek piyasa değeri ve işlem hacmine sahip ilk 50 şirket	28.12.1999	15208.78	50
BIST 30	En yüksek piyasa değeri ve işlem hacmine sahip ilk 30 şirket	27.12.1996	976	30
BIST Likit Banka	Yıldız Pazar Grup 1'de işlem gören şirketler arasından seçilen, Ortalama FDP PD ve Günlük Ortalama İşlem Hacmi yüksek banka paylarından oluşur.	04.11.2019	121265.2872	6
BIST Banka Dışı Likit 10	Yıldız Pazar Grup 1'de işlem gören şirketler arasından seçilen, Ortalama FDP PD ve Günlük Ortalama İşlem Hacmi yüksek, banka olmayan 10 şirket payından oluşur.	04.11.2019	121265.2872	10
BIST Tüm		27.12.1996	976	137
BIST 100-30	BIST 100 içinde yer alıp BIST 30 içinde listelenmeyen şirketler			70
BIST Yıldız	Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerin paylarından oluşur	27.11.2015		96
BIST ANA	Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin paylarından oluşur	27.11.2015		246

Kaynak: Borsa İstanbul (2019b) ve KAP (2019c).

Tablo 3.2'de yer endekslerin haricinde, sektörel ve iller bazında da birçok endeks yer almaktadır. Bu endeksler arasında en çok bilinen ve değeri takip edilen BIST 100 endeksidir. BIST 100 endeksinin zaman içindeki değişimi, Grafik 3.1'de yer almaktadır.

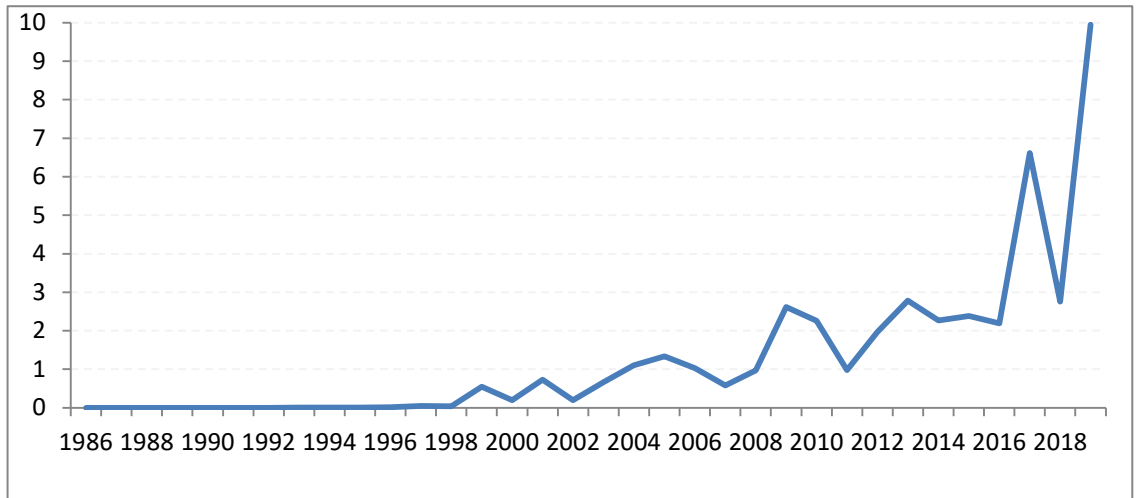


Kaynak: EVDS (2019a)'dan alınan veriler kullanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

Not: Tablodaki değerler 1986=100 şeklinde düzenlenmiş endeks değerleridir.

Grafik 3.1. BIST 100 Endeksinin Zaman İçindeki Trendi

Grafik 3.1'den de görüldü üzere; 1996 yılına kadar oldukça düşük değerler almış, 1999 döneminde 15000 puana erişmiş, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile birlikte düşmüş, sonrasında hızlı bir artış trendine girmiş, 2008 küresel ekonomik krizinde 55538 puandan 26864 puana kadar (%50'den fazla) düşmüş, sonrasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu grafikte dikkat çeken bir nokta da Türkiye'de borsanın, ekonomik büyümeye önemli ölçüde duyarlı olduğudur. Ekonomik büyümenin arttığı dönemlerde borsa da artmış, ekonomik kriz dönemlerinde borsa da azalmıştır. BİST'te gerçekleşen günlük işlem hacmi (Milyar TL) verileri Grafik 3.2'de yer almaktadır.



Kaynak: EVDS (2019b)'den alınan veriler kullanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

Grafik 3.2. BİST'te Günlük İşlem Hacmi (Milyar TL)

Grafik 3.2'den de görüldüğü üzere BİST'te günlük işlem hacmi 1998 yılına kadar günlük 1 Milyar TL'nin altında kalmış, sonrasında artmaya başlamışsa da kriz dönemlerinde geri azalmıştır. Bu grafikte 2018 yılında yaşanan dramatik düşüş de dikkati çekmektedir. 20 Aralık 2019 itibariyle günlük işlem hacmi 10 Milyar TL civarındadır.

3.1.1. Analize Dahil Edilen Firmalarla İlgili Kısa Bilgiler

Bu çalışmada Finnet Ten alınan 179 firmaya ait 2010 -2019 dönemi verilerinden yararlanılmıştır. Bu firmalardan 97 tanesine ait verilerde eksikler olduğu ve çalışma döneminde bir çok firma düzenli kar payı dağıtım yapmadıkları için çalışma kapsamına alınmamıştır, geri kalan 82 firmanın verileri kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Firma seçiminde; imalat sanayi alanında faaliyet gösteren firmalar olması, hisse senetlerinin 2010-2019 döneminde BİST'te sürekli olarak işlem görmüş olması ve düzenli verilerine ulaşılabilir olması ölçütleri benimsenmiştir.

Bu firmalara ait veriler incelendiğinde; dönen varlıkları en yüksek olan firmanın, 111.464.072.572 TL ile Ocak 2016 tarihinde Birko Mensucat olduğu, bu firmanın aynı dönemde sahip olduğu 106.790.891.695 TL'lik kısa dönemli borcu ile de lider olduğu görülmüştür. Birko Mensucat'ın söz konusu bu tarihte 140.946.934.446 TL'lik toplam borç miktarında, 233.514.090.898 TL'lik toplam varlık değerinde ve 92.567.156.452 TL'lik öz sermayesinde ve 34.947.030.000 TL'lik net satışları ile de listenin en üstünde yer aldığı belirlenmiştir. Net dönem karı en yüksek olan firmanın; Ocak 2013 itibariyle 2.719.133.000 TL ile Anadolu Efes şirketi olduğu, en yüksek net kar dağıtımının 1.246.875.000 TL ile Ocak 2018'de Ereğli Demir Çelik Te yaşandığı ve en yüksek bedelsiz hisse senedi dağıtımının Ocak 2010'da 316.857.422 TL ile Petkim'de gerçekleştiği tespit edilmiştir. Hisse senedi defter değeri en yüksek olan firmanın da Ocak 2016 itibariyle 92.567.156.452 TL ile Birko Mensucat olduğu görülmüş, ancak hisse senedi piyasa değeri en yüksek olan firmanın Ocak 2010 itibariyle 8.639.462.400 TL ile Tüpraş olduğu belirlenmiştir. Ödenmiş hisse senedi miktarı ise Ereğli Demir Çelik'te Ocak 2017'de 3.500.000.000 TL ile en yüksek değerine ulaşmıştır. Analize dahil edilen firmaların tam listesi EK 1'de yer almaktadır.

3.2. EKONOMETRİK ANALİZ

3.2.1. Veri Seti

Bu çalışmada, literatürde yer alan Özaltın (2006); Brigili ve Düzer (2010); Şenol ve Karaca (2017); Korkmaz ve Dilmaç (2018); Sümer Göğüş vd. (2019) çalışmaları izlenerek Tablo 3.3'te yer alan veriler kullanılmıştır.

Tablo 3.3. Çalışmada Kullanılan Veriler

Çalışmadaki Konumu	Temsil Ettiği Finansal Büyüklük	Ne ile Temsil Edildiği	Adı	Kısaltması
Bağımlı Değişken	Firma Değeri	Tobin Q Oranı		TQO
Bağımsız Değişkenler	Finansman kararları	Likidite Oranı	Cari Oran	CO
		Kaldıraç Oranları	1-Toplam Borç Oranı 2-Toplam Borç/Öz Sermaye Oranı 3-Kısa Vadeli Borç/Öz Sermaye Oranı	1-TBO 2-TBOSO 3-KVBOSO
		Verimlilik Oranı	Aktif Devir Hızı	ADH
	Yatırım kararları	Kârlılık Oranı	Aktif Kârlılık Oranı	AKO
		Temettü kararları	Net Kar Dağıtım Oranı	NKD
	Bedelsiz Hisse Senedi Dağıtım Oranı		BHSD	
	Kontrol değişkeni	Yıllık Enflasyon Oranı	ENF	

Bu değişkenler, aşağıda yer alan formüller kullanılarak, tarafımızdan elde edilmiştir.

$$TQO_{it} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri}_{it} + \text{Toplam Borç Defter Değeri}_{it}}{\text{Toplam Varlıklar Defter Değeri}_{it}} \quad (18)$$

$$CO_{it} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}_{it}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}_{it}} \quad (19)$$

$$TBO_{it} = \frac{\text{Toplam Borçlar}_{it}}{\text{Toplam Aktifler}_{it}} \quad (20)$$

$$TBOSO_{it} = \frac{\text{Toplam Borçlar}_{it}}{\text{Öz Sermaye}_{it}} \quad (21)$$

$$KVBOSO_{it} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}_{it}}{\text{Öz Sermaye}_{it}} \quad (22)$$

$$ADH_{it} = \frac{\text{Net Satışlar}_{it}}{\text{Toplam Aktifler}_{it}} \quad (23)$$

$$AKO_{it} = \frac{\text{Net Dönem Karı}_{it}}{\text{Toplam Aktifler}_{it}} \quad (24)$$

$$NKD_{it} = \frac{\text{Net Kar Dağıtımı}_{it}}{\text{Net Dönem Karı}_{it}} \quad (25)$$

$$BHSD_{it} = \frac{\text{Bedelsiz Hisse Senedi Dağıtımı}_{it}}{\text{Net Dönem Karı}_{it}} \quad (26)$$

Bu formüllerde i ; firmayı, t ; zamanı, it ; i . firmaya ait t zamanındaki büyüklüğü ifade etmektedir. Temettü kararı verileri, diğer verilerle uyumlu olabilmesi için bu veriler, net dönem kârlarına bölünerek analizlere dâhil edilmiştir. Firma verileri, tarafımızdan FİNNET firmasından ücret karşılığında elde edilmiştir. Enflasyon verisi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE, 2003=100) şeklinde alınmış, tarafımızdan bir önceki yılın aynı dönemine göre oranlanarak yıllık enflasyon oranı haline getirilmiştir. Veri setine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.4'te sunulmuştur.

Tablo 3.4. Veri Setine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	TQO	CO	TBO	TBOSO	KVBOSO	ADH	AKO	NKD	BHSD	ENF
Ortalama	1.49	2.26	0.44	1.20	0.82	0.98	0.08	0.42	0.15	8.09
Ortanca	1.18	1.74	0.43	0.79	0.53	0.89	0.07	0.34	0.00	9.20
En Büyük	13.49	17.64	1.04	21.01	15.51	4.58	0.51	9.44	37.75	22.37
En Küçük	0.11	0.21	0.03	-23.90	-22.43	0.12	-0.15	-5.73	-4.63	4.34
Standart Sapma	1.20	1.75	0.21	1.82	1.35	0.51	0.08	0.66	1.72	2.03
Çarpıklık	4.40	3.16	0.09	0.58	-3.26	1.87	1.00	3.71	17.81	0.50
Basıklık	29.71	17.86	2.20	75.60	130.47	9.03	6.27	71.38	356.43	7.93
Jarque-Bera	27013.52	8913.48	23.18	180133.90	556576.60	1718.02	500.44	161615.80	4311239.0	863.46
Olasılık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Toplam	1225.23	1853.62	358.38	980.56	673.74	806.44	64.86	341.90	119.30	6629.73
Sapmaların Kareleri Toplamı	1188.31	2512.34	35.20	2703.07	1497.76	217.03	4.96	361.45	2415.74	3375.25
Gözlem Sayısı	820	820	820	820	820	820	820	820	820	820

Tablo 3.4'teki verilere göre; seriler, ortalama değerleri etrafında dalgalanmakta, standart sapmaları görece düşük, çarpıklık ya da basıklık sorunu genel olarak yoktur. Çalışmada yatay kesit (firma) sayısı $N=82$, zaman boyutu $T=10$ olup, toplam 820 adet gözlemden oluşan dengeli bir panel kullanılmıştır. Veri setine ait korelasyon matrisi Tablo 3.5'te sunulmuştur.

Tablo 3.5. Veri Setine Ait Korelasyon Matrisi

	TQO	CO	TBO	TBOSO	KVBOSO	ADH	AKO	NKD	BHSD	ENF
TQO	1.00	0.31	-0.11	0.02	0.03	0.04	0.34	0.12	0.00	0.02
CO	0.31	1.00	-0.65	-0.29	-0.27	-0.10	0.43	0.08	0.08	0.00
TBO	-0.11	-0.65	1.00	0.58	0.50	0.21	-0.45	-0.09	-0.01	0.02
TBOSO	0.02	-0.29	0.58	1.00	0.92	0.05	-0.26	-0.08	-0.01	0.07
KVBOSO	0.03	-0.27	0.50	0.92	1.00	0.10	-0.23	-0.07	-0.01	0.07
ADH	0.04	-0.10	0.21	0.05	0.10	1.00	0.07	0.02	-0.03	0.00
AKO	0.34	0.43	-0.45	-0.26	-0.23	0.07	1.00	0.15	-0.05	-0.02
NKD	0.12	0.08	-0.09	-0.08	-0.07	0.02	0.15	1.00	0.34	-0.04
BHSD	0.00	0.08	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.05	0.34	1.00	0.00
ENF	0.02	0.00	0.02	0.07	0.07	0.00	-0.02	-0.04	0.00	1.00

Korelasyon, iki serinin birlikte hareket etme derecesinin önsel bir göstergesi olup, korelasyon katsayıları (-1,1) aralığında değişen değerler almaktadırlar (Çolak, 2014). Korelasyon katsayısının 0'a yaklaşması; değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu, -1 ya da +1'e yaklaşması ise bu ilişkinin güçlü olduğunu göstermektedir (Şenay, 2011). Korelasyon katsayısının işaretinin negatif olması; değişkenlerin zıt yönde hareket ettiklerini (yani bir artarken diğersinin azaldığını), katsayısının işaretinin pozitif olması ise; değişkenlerin aynı yönde hareket ettiklerini (yani birlikte artıp, birlikte azaldıklarını) göstermektedir (Şehirli, 2015). Tablo 5'teki bulgulara göre; firma değeri (Tobin Q değeri) ile en yüksek ilişkiye sahip olan değişkenler 0.34 ile AKO (Aktif Karlılık Oranı) ve 0.31 ile CO (Cari Oranı)'dır. Seriler oransal olarak kullanıldığı için bağımlı değişken (TQO) ile aralarındaki korelasyonlar oldukça düşük çıkmıştır.

3.2.2. Hipotezler

Bu çalışmada aşağıda yer alan temel hipotezler sınanacaktır:

H_{0A} : Cari orandaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0B} : Toplam borç oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0C} : Toplam borçların öz sermayeye oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0D} : Kısa vadeli borçların özsermayeye oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0E} : Aktif devir hızındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0F} : Aktif karlılık oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0G} : Net kar dağıtımının net dönem karına oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0H} : Bedelsiz hisse senedi dağıtımının net dönem karına oranındaki değişmeler firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

H_{0I} : Enflasyon firmaların piyasa değerini etkilememektedir.

Alternatif hipotezler ise;

H_{1A} : Cari orandaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1B} : Toplam borç oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1C} : Toplam borçların öz sermayeye oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1D} : Kısa vadeli borçların özsermayeye oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1E} : Aktif devir hızındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1F} : Aktif karlılık oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1G} : Net kar dağıtımının net dönem karına oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1H} : Bedelsiz hisse senedi dağıtımının net dönem karına oranındaki değişimler firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

H_{1I} : Enflasyon firmaların piyasa değerini etkilemektedir.

3.2.3. Model

Bu çalışmada; literatürde yer alan Akın (2004) çalışması temel alınarak kurulan ekonometrik modeller aşağıda yer almaktadır:

$$\text{Model (1): } TQO_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}CO_{it} + \beta_{2i}TBO_{it} + \beta_{3i}TBOSO_{it} + \beta_{4i}KVBOSO_{it} + \beta_{5i}ENF_{it} + e_{it} \quad (27)$$

$$\text{Model (2): } TQO_{it} = \tau_{0i} + \tau_{1i}ADH_{it} + \tau_{2i}AKO_{it} + \tau_{3i}ENF_{it} + e_{it} \quad (28)$$

$$\text{Model (3): } TQO_{it} = \varkappa_{0i} + \varkappa_{1i}NKD_{it} + \varkappa_{2i}BHSD_{it} + \varkappa_{3i}ENF_{it} + e_{it} \quad (29)$$

Bu modellerde yer alan i ; firmaları, t ; zamanı, e_{it} ve bu değişken yerine gelen diğer semboller; ekonometrik hatalardan arındırılmış (White Noise: Beyaz Gürültü sürecine sahip) stokastik hata terimlerini göstermektedir. Bu modellerden Model (1); finansman kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini bütüncül olarak kurulmuştur. Benzer şekilde Model (2); yatırım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini bütüncül olarak oluşturulmuştur. Son olarak Model (3); temettü kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini bütüncül olarak düzenlenmiştir.

3.2.4. Yöntem

Bu çalışmada öncelikle analize dahil edilen tüm değişkenler için paneli oluşturan modeller arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı Breusch ve Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) ölçekli (scaled) LM (LM_S) testi, Pesaran (2004) CD testi ve Baltagi, Feng ve Kao (2012) sapması düzeltilmiş ölçekli (bias-corrected scaled) LM (LM_{BCS}) testi ile incelenip ve test sonuçlarına göre serilerin durağanlık seviyeleri birinci veya ikinci nesil birim kök testleri ile incelenecektir. Çalışmada serilerin durağanlıkları LLC, IPS ve Fisher PP panel birim kök testleri ile incelenmiştir. Panel regresyon analizinde kullanılacak tahmin yöntemi; F ve HAUSMAN testleri yapıldıktan sonra tesadüfi ve sabit etkili model den hangisinin daha uygun olup olmadığı belirlenecektir. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri ise Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenecektir.

3.2.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

Yatay kesit bağımlılığı testleri, Denklem (28)'daki gibi bir panel veri modeli temel alınarak açıklanabilir:

$$y_{it} = \beta'_{it}x_{it} + u_{it} \quad (30)$$

Yatay kesit bağımlılığı testlerinde temel olarak; farklı yatay kesitler (firmalara ait veriler) arasında bir korelasyonun varlığı incelenmektedir.

Modellerde yatay kesit bağımlılığının varlığı ise Pesaran vd. (2008) CDLM testi ile incelenmiştir.

Bu testlerin H_0 hipotezi; “Yatay kesit bağımlılığı yoktur” şeklindedir. Bu çalışmada seriler için yatay-kesit bağımlılığı testleri Eviews 10 programıyla ve modeller için ise yatay kesit bağımlılığı testleri Gauss 10 programıyla yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.6’da sunulmuştur.

Tablo 3.6. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri Sonuçları

	<i>LM</i>	<i>LM_S</i>	<i>CD</i>	<i>LM_{BCS}</i>
TQO	1.54 (0.94)	1.78 (0.96)	1.31 (0.93)	2.69 (0.87)
CO	0.29 (0.99)	1.90 (0.95)	3.69 (0.42)	3.90 (0.29)
TBO	1.79 (0.82)	0.70 (0.98)	0.50 (0.99)	3.10 (0.29)
TBOSO	1.98 (0.78)	1.60 (0.54)	2.98 (0.32)	1.67 (0.74)
KVBOSO	2.06 (0.42)	2.01 (0.40)	3.87 (0.35)	1.93 (0.87)
ADH	0.19 (0.97)	1.98 (0.68)	2.90 (0.56)	0.09 (0.99)
AKO	2.09 (0.59)	2.87 (0.57)	3.97 (0.41)	1.85 (0.72)
NKD	0.09 (0.99)	3.92 (0.29)	3.29 (0.36)	2.28 (0.42)
BHSD	1.90 (0.97)	3.67 (0.24)	3.91 (0.76)	2.67 (0.49)
ENF	2.32 (0.55)	1.89 (0.85)	1.03 (0.76)	1.88 (0.79)
	<i>CDLM</i>		<i>CDLM</i>	
Model 1	0.65 (0.15)	Model 3	0.47 (0.68)	-
Model 2	1.29 (0.13)			-

Not: Parantez içindekiler, ilgili teste ait olasılık değerleridir.

Tablo 3.6’daki sonuçlara göre bütün seriler ve modellerde H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Yani modeller arasında yatay kesit bağımlılığı söz konusu değildir. Bu nedenle çalışmanın bundan sonraki aşamalarında birinci nesil panel veri analizi yöntemleri kullanılmalıdır.

3.2.6. Panel Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin cevap aradığı temel soru; serinin cari dönemdeki değerinin, geçmiş dönemdeki değerinden ne oranda etkilendiğidir? Bunun için serilerin kendi gecikmeli değerleri ile regresyonları kurulur ve birim kök parametresi elde edilmeye çalışılır (Gujarati ve Porter, 2012: 744). Birim kök parametresi 1’e eşit ya da büyük olduğunda, seri durağan olmamaktadır. Bu tür serilerle yapılacak analizlerde sahte (*Spurious*) regresyon sorunu ile karşılaşılabilir (Cryer ve Chan, 2008: 260).

Bu çalışmada serilerin durağanlıkları LLC, IPS ve Fisher PP panel birim kök testleri ile incelenmiştir. LLC, IPS ve Fisher PP panel birim kök testlerinin H_0 hipotezi; “*Seride birim kök vardır*” şeklindedir. Bu yönüyle Hadri testi, LLC ve IPS testlerinin bir tersten sınaması niteliğindedir. LLC testinde kullanılan test istatistiği:

$$\Delta X_{it} = \rho X_{it-1} + \sum_{j=1}^m \beta_{ij} \Delta X_{it-j} + \gamma Z_{it} + e_{it} \quad (31)$$

denklemini ile elde edilmektedir. Denklem (31)’de yer alan m ; optimum gecikme uzunluğu olup, Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion: SBC) veya Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion: AIC) yardımıyla belirlenebilmektedir. LLC testinde, birim kök parametresi (ρ)’nun bütün yatay kesitler için aynı olduğu kabul edilmektedir. Im, Pesaran ve Shin (2003), bu varsayımın her zaman gerçekçi olmayabileceğini ifade ederek, birim kök sınamasında, birim kök parametresinin yatay kesitler arasında farklı olmasına izin veren Denklem (44)’ün kullanılmasının gerektiğini belirtmişlerdir:

$$\Delta X_{it} = \rho_i X_{it-1} + \sum_{j=1}^m \beta_{ij} \Delta X_{it-j} + \gamma Z_{it} + e_{it} \quad (32)$$

Denklem (32)’de, Denklem (31)’den farklı olarak ρ_i kullanıldığına dikkat etmek gerekir. Böylece her bir yatay kesit için bireysel (individual) birim kök parametreleri elde edilebilmektedir. Bu çalışmada serilerin durağanlıkları LLC, IPS ve PP panel birim kök testleri ile sınanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.7’de sunulmuştur.

Tablo 3.7. Panel Birim Kök Testlerinin Sonuçları

	LLC		IPS		Fisher PP	
	Sabitli	Sabitli ve Trendli	Sabitli	Sabitli ve Trendli	Sabitli	Sabitli ve Trendli
TQO	-7.99*** (0.00)	-13.83*** (0.00)	-3.72*** (0.00)	-2.24*** (0.01)	340.52*** (0.00)	465.23*** (0.00)
CO	-12.36*** (0.00)	-15.03*** (0.00)	-4.04*** (0.00)	-4.89*** (0.00)	294.09*** (0.00)	262.17*** (0.00)
TBO	-7.99*** (0.00)	-13.83*** (0.00)	-10.41** (0.00)	-3.28*** (0.00)	204.36** (0.02)	276.06*** (0.00)
TBOSO	-7.62*** (0.00)	-13.82*** (0.00)	-9.52*** (0.00)	-2.83*** (0.00)	229.37*** (0.00)	248.23*** (0.00)
KVBOSO	-6.33*** (0.00)	-14.69*** (0.00)	-5.16*** (0.00)	-10.36*** (0.00)	214.75*** (0.00)	265.45*** (0.00)
ADH	-13.79*** (0.00)	-16.67*** (0.00)	-4.21*** (0.00)	-1.55** (0.04)	249.27*** (0.00)	262.24*** (0.00)
AKO	-25.14*** (0.00)	-18.38*** (0.00)	-5.45*** (0.00)	-5.44*** (0.00)	263.63*** (0.00)	346.73*** (0.00)
NKD	-79.66*** (0.00)	-19.23*** (0.00)	-41.03*** (0.00)	-31.75*** (0.00)	327.54*** (0.00)	372.58*** (0.00)
BHSD	-621.87*** (0.00)	-542.25*** (0.00)	-97.07*** (0.00)	-48.73*** (0.00)	171.48*** (0.00)	181.48*** (0.00)
ENF	-5.82*** (0.00)	-3.39*** (0.00)	-2.13** (0.02)	-3.07*** (0.01)	217.61*** (0.00)	279.03*** (0.00)

Not: Optimum gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriteri kullanılarak, otomatik olarak belirlenmiştir. Parantez içindekiler olasılık değerleridir. ***,** ve *; Serinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.7’de yer alan LLC, IPS ve Fisher PP testlerinde; elde edilen olasılık değeri 0.5’den küçük olduğunda, H_0 hipotezi reddedilir ve serinin durağan olduğuna karar verilir. Bu sonuçlara dayanarak, bütün serilerin düzey değerlerinde durağan yani $I(0)$ olduklarına karar verilmiştir.

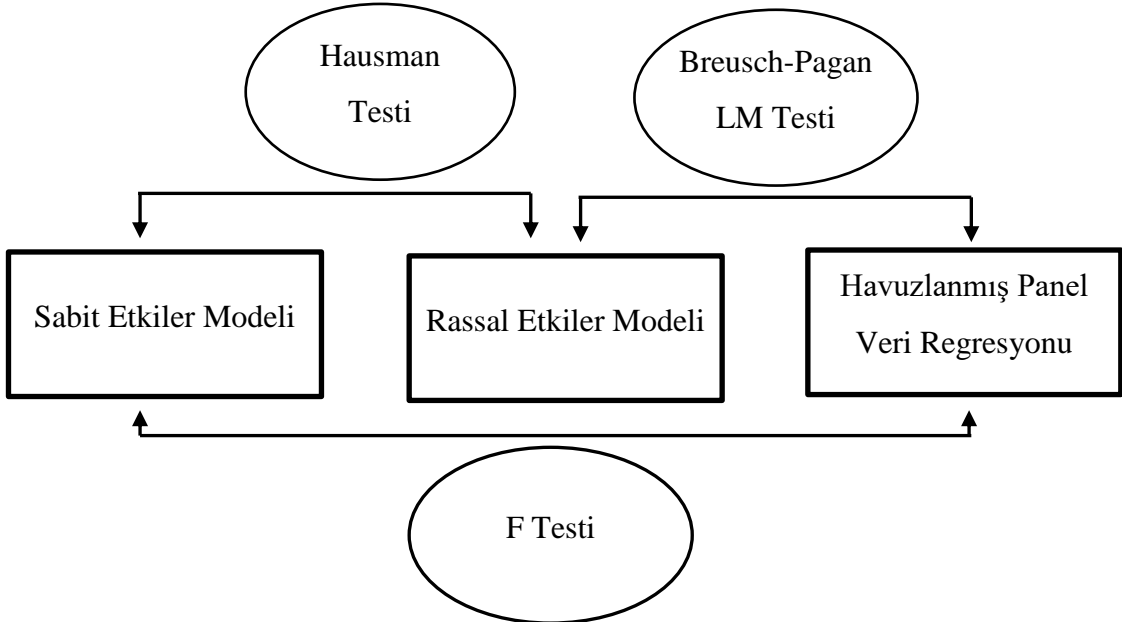
Seriler düzey değerlerinde durağan olduğunda, bu seriler ile yapılacak analizlerde sahte regresyon sorunu ile karşılaşılmayacaktır (Granger ve Newbold, 1974). Bu nedenle eşbütünleşme testi yapılmasına da gerek yoktur (Engle ve Granger, 1987). Doğrudan regresyon analizlerine geçilebilir.

3.2.7. Panel Regresyon Analizleri

Seriler düzey değerlerinde durağan olup, panel regresyon analizlerini yapılmasına karar verildiğinde kullanılabilir 3 farklı yöntem vardır:

- i) Havuzlanmış (Pooled) Panel Veri Analizi (En Küçük Kareler Yöntemi),
- ii) Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effect Model) ve
- iii) Rassal Etkiler Modeli (Random Effect Model).

Bu yöntemlerden hangisinin seçileceğine literatürde genellikle F , LM ve HAUSMAN testlerinden yararlanılabilmektedir. Bunlardan F testi; sabit etkiler modelinin geçerliliğini, LM test ise rassal etkiler modelinin geçerliliğini sınamaktadır (Elmas ve Polat, 2016: 156). F ve LM testi sonucunda sabit veya rassal etkiler modellerinin hangisinin seçileceğine net bir sonuca ulaşılmadığında, Hausman Testi ile karar verilecektir. Hausman Testinde ise net bir sonuca ulaşılmadığında ya da araştırmacı tarafından bütün alternatifler değerlendirilmek istendiğinde, bu üç yöntem bir arada da kullanılabilir. Çalışmanın bu aşamasında öncelikle yukarıda sayılan 3 yöntem ve bu yöntemler arasında seçim yapmaya yardımcı olacak olan F Testi ve LM Testi hakkında gerekli bilgiler verilecektir. Aşağıda yer alan Şekil 3.7 models eçimi konusunda yol gösterici olacaktır.



Kaynak: Bell (2006).

Şekil 3.1. Panel Veri Analizlerinde Yöntem Seçimi

3.2.8. Havuzlanmış Panel Veri Analizi

Panel veri analizlerinde kullanılan genel denklem yapısı aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_t + \nu_i + \varepsilon_{it} \quad (33)$$

Burada; $i = 1, \dots, N$ yatay kesitleri (bu çalışmada firmaları), $t = 1, \dots, T$ panel veri modelinin zaman boyutunu göstermektedir. Y ; bağımlı (açıklanan) değişkeni, X_1, X_2, \dots, X_k ; bağımsız (açıklayıcı) değişkenleri ifade etmektedir. μ_t ve ν_i ; sırasıyla zaman ve yatay kesit etkilerini temsil etmektedir. ε_{it} ise; ortalaması sıfır, varyansı sabit (yani ekonometrik olarak sorunsuz), alacağı değerler stokastik olarak belirlenen hata terimleri serisidir (Baltagi, 1995: 13).

Havuzlanmış panel veri analizi yönteminde; zaman ve yatay kesit etkilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda μ_t ve ν_i parametreleri modelden dışlanarak, Denklem (34) yardımıyla tahminler yapılmaktadır (Wooldridge, 2013: 493):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (34)$$

Havuzlanmış panel veri analizi yöntemi, bireysel ve zaman etkilerini dışlaması yönüyle bir eksikliğe sahip olmakla birlikte, tutarlı sonuçlar ürettiği için literatürde geniş bir uygulama alanına sahip olmuştur.

3.2.9. Sabit Etkiler Modeli

Denklem (39)'da yer alan zaman etkilerinin ve yatay kesit etkilerinin modelden tamamen dışlanması yerine, sabit olduğunun kabul edilmesiyle, Sabit Etkiler Modeline ulaşılmıştır. Bu yöntemde; yatay kesit ve zaman etkilerinin, var olabileceği öngörülmekte ve bu etkilerin, modelin sabit teriminde ortaya çıkacağı kabul edilmektedir. Yöntemin isminde geçen sabit ifadesi; katsayıların, yatay kesit birimlerine göre değişebileceğini ancak zamana göre sabit olduğunu ifade etmektedir. Bu yöntemde; gözlemlenemeyen bireysel etkilerin, modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olduğu kabul edilmektedir. Sabit Etkiler Yönteminde kullanılan ekonometrik model:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \nu_i + \varepsilon_{it} \quad (35)$$

şeklinde. Bu modelde sabit terimler arasındaki farklılıklar, yatay kesit birimlerine özgü karakteristikleri temsil eden kukla değişkenler yardımıyla analize dâhil edilmektedir (Greene, 2002: 287 - 293).

3.2.10. Rassal Etkiler Modeli

Denklem (36'da zaman etkilerinin ve yatay kesit etkilerinin zaman içinde ve yatay kesitler arasında değişmekte olduğunun kabul edildiği Rassal Etkiler Yönteminde; yatay kesitlerde (firmalarda) veya zaman içinde meydana gelen değişimler, hata teriminin bir bileşeni olarak modele dâhil edilmektedir. Bu yolla, sabit etkiler yönteminde modele çok sayıda kukla değişken eklenmesine bağlı olarak yaşanan serbestlik derecesi kaybı ortadan kaldırılmaktadır. Bu çerçevede Rassal Etkiler Yönteminde kullanılan model;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \zeta_{it} \quad (36)$$

biçimindedir. Burada $\zeta_{it} = \nu_i + \varepsilon_{it}$ şeklindedir. Burada ν_i 'lerin ε_{it} 'lerden bağımsız olduğu varsayılmaktadır (Baltagi, 1995: 13).

3.2.11. F Testi

F testi; havuzlanmış model ile sabit etkiler modeli arasında seçim yapılmasına olanak tanımaktadır. Testin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

$$H_0: \beta_i = \beta, \text{ Sabit etkiler yoktur}$$

$$H_1: \beta_i \neq \beta \text{ Sabit etkiler vardır}$$

Bu test sonucunda H_0 hipotezi (Sabit etkiler yoktur) red edildiğinde; Sabit etkiler panel veri analizi, yönteminin kullanılması gerekmektedir. Çalışmada her bir model için F Testi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.8'de sunulmuştur.

Tablo 3.8. F Testi Sonuçları

	<i>Yatay Kesit F</i>	<i>Yatay Kesit Ki-Kare</i>
Model 1	33.39 (0.00)	1267.25 (0.00)
Model 2	32.90 (0.00)	1255.98 (0.00)
Model 3	37.41 (0.00)	1339.70 (0.00)

Tablo 3.8'deki sonuçlara göre H_0 hipotezi red edilmiş ve sabit etkilerin olduğuna karar verilmiştir.

3.2.12. Hausman Testi

Temelde bir içsellik sınaması olan Hausman (1978) Testi, bağımsız değişkenler (X_k) ile modelin hata terimi (ε_{it}) arasında bir ilişkinin var olup olmadığını sınamaktadır. Ama bu işlemi yaparken de Sabit Etkiler Yöntemi ile Rassal Etkiler Yöntemi arasında seçim yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Hausman testinde sınanan hipotezler:

$H_0: E(\varepsilon_i|X_k) = 0$ Yatay kesit ve zaman etkileri tesadüfidir.

$H_1: E(\varepsilon_i|X_k) \neq 0$ Yatay kesit ve zaman etkileri sabittir.

biçimindedir. Hausman testinin H_0 hipotezi; gözlemlenemeyen etkilerin, modeldeki diğer açıklayıcı değişkenlerle bir ilgisinin olmadığını, yani dışsal olduğunu öne sürmektedir. Bu testte olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğunda H_0 hipotezi reddedilir ve etkilerin sabit olduğuna yani model tahmininin Sabit Etkiler Yöntemi ile yapılması gerektiğine karar verilir. H_0 hipotezi reddedilemediğinde ise etkilerin rassal olduğuna ve model tahmininin Rassal Etkiler Yöntemi kullanılarak yapılması gerektiğine karar verilir (Greene, 2002: 80).

Çalışmada her bir model için Hausman Testi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.9'da sunulmuştur.

Tablo 3.9. Hausman Testi Sonucu

	<i>Yatay Kesit Ki-Kare</i>	<i>Olasılık</i>
Model 1	17.85	(0.00)
Model 2	25.42	(0.00)
Model 3	9.61	(0.01)

Not: Tabloda yer alan değerler Ki-Kare test istatistikleri, parantez içindekiler de bu teste ait olasılık değerleridir.

Tablo 3.9'da elde edilen bütün olasılık değerleri 0.10'dan küçük olduğu için H_0 hipotezi red edilmiş ve tüm modellerin Sabit Etkiler Yöntemi ile tahmin edilmesinin gerektiğine karar verilmiştir. Çalışmada tüm modeller Sabit Etkiler Yöntemi ile tahmin edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.10'da sunulmuştur.

Tablo 3.10. Panel Regresyon Analizi Sonuçları (Sabit Etkiler Yöntemiyle)

	Model 1	Model 2	Model 3
CO	0.054** (0.02)	-	-
TBO	-0.133 (0.61)	-	-
TBOSO	0.075** (0.05)	-	-
KVBOSO	-0.059 (0.22)	-	-
ADH	-	0.091 (0.39)	-
AKO	-	0.770** (0.04)	-
NKD	-	-	-0.024 (0.50)
BHSD	-	-	0.016 (0.20)
ENF	-0.025** (0.02)	-0.026*** (0.01)	-0.027*** (0.01)
Sabit Terim	1.590*** (0.00)	1.551*** (0.00)	1.72*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri			
R²	0.81	0.81	0.81
\bar{R}^2	0.79	0.79	0.78
F İstatistiği	36.81*** (0.00)	37.19*** (0.00)	36.89*** (0.00)
DW	1.99	2.02	2.11

Not: Parantez içindekiler olasılık değerleridir. *** ve ** ; İlgili katsayının %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.10'da alt bölümünde yer alan Model Doğrulama Testlerine göre; modellerin açıklayıcılık dereceleri (R^2) genel olarak yüksektir. F istatistiği; bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkileyip etkilemediğini incelemekte olup, bu teste ait olasılık değeri 0.10'dan küçük olduğunda; bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni grup olarak, istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediğine karar verilmektedir (Tarı, 2012: 81). Tablo 10'daki sonuçlara göre Model 1, 2 ve 3'de bağımsız değişkenler şirketlerin piyasa değerini, grup olarak, istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilemektedir. En alt satırında yer alan DW;

Durbin-Watson otokorelasyon test istatistiği olup, bu istatistiğin 2 civarında değer alması, ilgili modelde otokorelasyon sorununun olmadığını ifade etmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 574 - 575). Bu çalışmada elde edilen DW istatistikleri bu şartı sağladığı için, bütün modellerde otokorelasyon sorununun olmadığına karar verilmiştir.

Bu üç analizden elde edilen bulgulara göre şirket değerini; Model 1’de Cari Oran (CO) ve Toplam Borç/ÖzSermaye Oranı (TBÖSO) şirketlerin piyasa değerini pozitif ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyde etkilemiştir ve Enflasyonun (ENF) ise negatif yönde etkilemiştir. Model 2’de Aktif Karlılık Oranı (AKO) firma değerini pozitif ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyde etkilemiştir ve Enflasyonun (ENF) ise negatif yönde istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyde etkilemiştir. Model 3’de Enflasyonun (ENF) şirketlerin piyasa değerini negatif ve istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyde etkilemiştir. Elde edilen bu sonuçlar literatürdeki Sudiyatno, Puspitasari ve Kartika (2012), Asiri ve Hameed (2014), Abdullah vd. (2014) çalışmalarıyla uyumludur.

Kısa Vadeli Borç/Özsermaye Oranı (KVBOSO), Aktif Devir Hızı (ADH), Net Kar Dağıtımı (NKD) ve Bedelsiz Hisse Senedi Dağıtımı (BHSD) şirketlerin piyasa değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olmadığı görülmüştür. Bu sonuçlar literatürdeki, Rajan ve Zingales (1995), Özaltın (2006), Sualeh khattak ve Hussain (2017), Laghari (2017), Husna ve Satria (2019) çalışmalarıyla uyumlu, Öz ve Güngör (2006), Birgili ve Düzer (2010), Ata ve Ağ (2010), Du, Wu ve Liang (2016), Adenuga, Ige ve Kesinro (2016), Muchtar vd. (2018), Kamran vd. (2018), Sak vd. (2019), Tirani ve Tarmidi (2019) çalışmalarıyla uyumsuzdur. Kar vd. (2012) çalışmasında kâr dağıtımı ile hisse senedi arasında tespit edilen zayıf ilişki de bu çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Çalışmaya dahil olan işletmelerin ortalama cari oranı 2.26 elde edilmiştir. Genel olarak bu oranın 2 olması tatminkar olarak kabul edilmektedir. Çalışmada kullanılan cari oranın anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir ($0,02 < 0,05$). Dolayısıyla, cari oran ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitifdir (+0.054). Nitekim, cari oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,054 birim

arttırırken, cari oranda meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,054 birim azaltacaktır.

Bu işletmelerin cari oranı ikiden büyük olması, ($CO \geq 2$) finans yöneticiler muhafazakar finanslama stratejisinin uyguladıkları görülmektedir. Genel standartlara kıyasla, bu işletmeler daha fazla dönem varlıklarına yatırım yapmışlardır veya bu varlıkların finansmanında daha az kısa vadeli borçlarını kullanmışlardır. Bu oranı daha detaylı yorum yapılabilmesi için dönen varlıkların yapısı ve dağıtımına dikkat etmek gerekmektedir. Panel regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, cari oranı firma değerini pozitif yönde etkilemektedir, yani bu işletmeler: dönen varlıklarını oluşturan kalemlerine optimal bir şekilde yatırım yapmışlardır. Söz konusu şirketler, borçlarını zamanında ödeyebilmesi ve günlük diğer ödemelerinin yapılmasında sıkıntı yaşayamadıkları ve ayrıca çıkabilecek avantajlı satınalma olanakları değerlendirmeleri kadar hazır değer, ve belli bir süre atıl kalacak fonların kısa vadeli getiri getirecek ve kazanç potansiyeli yüksek olan menkul kıymetlere yatırım yaparak ve ayrıca şüpheli alacak riskinin karşısında kendilerini korumak amacıyla daha sağlam firmalar ile çalışıp ve para tahsil kabiyetlerini artırarak, ve son olarak üretimin süreci aksamadan yürütülmesi ve toplu satın alma iskonto fırsatlarından yararlanarak, uygun bir düzeyde hammadde, üretim sürecinin uzunluğuna bağlı olarak belli miktarda yarı mamul ve işletmenin satış fırsatlarını en iyi değerlendirerek, optimal mamul stoğu tutmaları neticesinde, şirketlerinin getiri, karlılık ve piyasa değerinin olumlu bir şekilde yükselmesine çaba göstermişlerdir.

Firma değerini etkileyen diğer değişken: toplam borç özsermaye oranıdır. Çalışmaya dahil edilen işletmelerin ortalama bu oranı 1.20 elde edilmiştir. Genel olarak bu oranın 1 olması özsermaye ve borç dengesi açısından yeterli görülmektedir. Çalışmada kullanılan (TBÖSO), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (TBÖSO), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitifdir (+0.075). Nitekim, toplam borç özsermaye oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,075 birim arttırırken, ve meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,075 birim azaltacaktır.

Mali yapı oranlarını temsil eden (TBÖSO), borçlanma oranı alınarak yani toplam borçların özsermaye içindeki durumu dikkate alınarak mali yapının en iyi ve dikkatli şekilde yorumlanması hedeflenmiştir. Borçlarının yüzde kaçının özkaynaklar ile karşılanacağını gösterir. Oranın 1.00'dan küçük olması arzu edilir . Boyle durumda yaşanabilecek muhtemel krizler daha kolaylıkla ve daha az zararla atlatılabilir.Oranın 1'den büyük olması ise, işletmeye kredi verenlerin, işletme ortaklarından daha fazla işletme varlıklarına yatırımda bulduklarını gösterir. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde bu oran 2'ye kadar yükselmesi normal kabul edilmektedir. Türkiye'de ise bu oran 1'den büyüktür. Analiz sonuçlarına göre bu oran imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde 1.20 çıkması, işletmelerin yabancı ve öz kaynak kullanımı arasında iyi bir denge sağlanmış oldukları ve firma değerlerini olumlu bir şekilde etkilemektedir. Yani finansal yöneticileri hedeflenen stratejiler doğrultusunda, alınan banka kredi ve işletme öz sermayesinin, şirketin finansman riskini artırmadan, şirketin getiri ve karlılığını artırarak, firma değerlerini olumlu yönde etkilemesinde başarılı olmuşlardır. Ayrıca Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek enflasyon yaşayan ve reel faiz oranı negatif bir ekonomilerde firmaların borçlanmasının daha rasyonel olduğu söylenebilir. Stratejik yatırımlarda ise borçlanma yerine özsermaye tercih edilerek, yüksek borçlanmanın getirdiği risk ve maliyetlerinden korunmaya çalışılmaktadır.

Firma değerini en güçlü şekilde etkileyen değişken: İşletmelerin aktif kârlılık oranıdır. Çalışmaya dahil edilen işletmelerin ortalama bu oranı 0.08 elde edilmiştir. Yani analiz kapsamında olan şirketler toplam varlıklarının %8 i kadar yıllık net kâr elde etmişlerdir.Genel olarak bu oranın ne kadar yüksek çıkarsa işletmelerin toplam varlıklarını o kadar optimal ve kârlı bir şekilde kullandıklarına işaret etmektedir. aktif kârlılık oranı şirketler arası büyük ölçüde değişebilir ve ekonomi durumu ve endüstriye oldukça bağlıdır.

Çalışmada kullanılan (AKO), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (AKO), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitifdir (+0.770). Nitekim, aktif karlılık oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,77 birim arttırırken, ve meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,77 birim azaltacaktır.

Tablo 3.10'da görüldüğü gibi yatırım kararlarının kârlılık performansını temsil eden AKO oranı, şirketlerin piyasa değeri üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Ancak imalat şirketleri tüm potansiyellerini kullanarak ve bu oranı daha yükseltmeye çalışırsa firma değerlerinde oldukça artışa şahit olabiliriz. Çünkü analiz sonuçlarına göre firma değerini etkileyen en güçlü değişken, kârlılık oranıdır. Bu oran işletme varlıklarının kazanç yaratma gücünü göstermektedir. İşletmelerin ana amaçlarından birisi dönem sonu kâr elde etmeleridir. Ayrıca işletmelerin kâr düzeyinden ziyade, kârlılık kalitesi daha çok önemlidir. Eğer şirketlerin kârlılık düzeyi zaman içerisinde düzenli ve sabit trendli bir harekete sahipse, işletme yöneticileri ileriye dönük daha rasyonel, kapsamlı ve etkili kârlar alabiliyorlar ve elde edilen kârları işletme politikalarının doğrultusunda kısmen şirket ortaklar arasında optimal bir şekil ve miktarda dağıtıp ve geri kalan kısmını ise şirketin yatırım politikalarına uygun bir şekilde kullanarak ve yatırım fırsatlarından yararlanarak, bileşik kâr elde etmek fırsatlarını da iyi şekilde değerlendirilmiş olabileceklerdir.

Bir işletmenin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, mali tablo analizlerinde en çok kullanılan ve önem taşıyan kalemlerden birisi de bu orandır. İşletmelerin dönem sonundaki kâr oranları ne kadar yüksekse o şirketin sağlam ve düzenli çalıştığına işaret etmekte ve piyasada hisse senetlerine olan talep artmakta ve bununla birlikte hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla firma değeri üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Aktif kârlılık oranının, firmaların piyasa değerini ve dolayısıyla hisse senetlerinin getirilerini olumlu yönde etkilebileceği için, borsada işlem gören kurumlar ve kişiler bu konuya önemle dikkat etmelerinin yararlı olabileceği ifade edilebilir.

Kontrol değişkeni olarak modellerimize dahil olan makro ekonomi; enflasyon oranı, firma değeri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Enflasyon oranının (ENF), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (ENF), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Tüm modellerde ilişkinin yönü negatiftir. Nitekim, enflasyon oranlarında meydana gelecek artış, firma değerini azaltacak ken, ve bu oran da yaşanan azalış firma değerini artıracaktır.

Bir ülkenin ekonomisinde gerçekleşen enflasyon, merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyondan yüksek olursa, şirketlerin yapı, işleyiş, hedeflenen stratejiler,

uyguladıkları politikalar ve alınan kararları olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu etki derecesi: enflasyon oranı ve hızına, işletmelerin finansman yapı kompozisyonuna, nispi fiyatlardaki değişme ve teknolojik gelişmelerine, ülke ekonomisinin enflasyon duyarlılığına ve birçok diğer faktöre bağlıdır. Enflasyon oluşturduğu belirsizlik ortamında, yatırım yapma riski ve faiz yükünün artmasına ve üretim maliyetlerinin yükselmesine sebep olarak, uzun dönemde firmalar üzerinde yaratabilecek en olumsuz etki, firmaların rasyonel hesaplara dayanan uzun süreli bütçeleme stratejileri ve planlama yapmalarının zor olması neticesinde, yatırım faaliyetlerin azalması, yabancı sermayeler yerli para ve sermaye piyasalarından geri çekilmesi ve kalkınma hızının düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca enflasyon işletmeler yaptıkları mal alım satım faaliyetlerinde fiktif kar oluşturabilmektedir ve bu fiktif karlar üzerinden hesaplanan ve dağıtılabılır temettü ve ödenen vergiler, firmaların öz sermaye ve finansman yapılarını olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Bu yüzden işletmelerin bütün departman yöneticileri, özellikle finansal yöneticiler kısa ve uzun dönemli planlamalarında kesinlikle enflasyonun yarattığı etkileri, özellikle merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon farklarını göz önüne alarak. alınan finansal kararlarında daha tedbirli hareket etmelidirler.

3.2.13. Panel Nedensellik Testleri

Bu çalışmada seriler arasında nedensellik ilişkilerinin varlığı ve yönü; Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiştir. Bu yöntem; paneli oluşturan yatay kesitlerden (bu çalışmada firmalardan) bazıları için var olan nedensellik ilişkilerini de belirleyebilmektedir. Yani panelin genelinde nedensellik ilişkisi olmasa bile bazı yatay kesitlerde var olan nedensellik ilişkilerine de ulaşabilmektedir.

. Bu çalışmada nedensellik testinde kullanılacak optimum gecikme uzunluğu belirleme işlemleri sonuçları Tablo 3.11’de yer almaktadır.

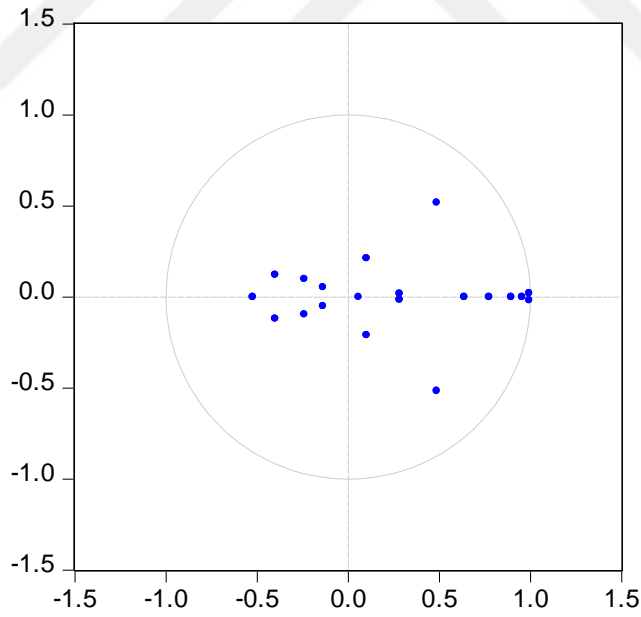
Tablo 3.11. Model Gecikme Uzunluğu Belirleme

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-5823.00	NA	0.00	20.32	20.40	20.35
1	-3292.47	4964.07	0.00	11.86	12.69	12.18
2	-2817.48	915.22	0.00	10.55	12.14113*	11.17
3	-2594.00	422.8250*	1.18e-08*	10.11845*	12.47	11.03535*

Not: LR: Lagrange Ratio (Lagranj Oran) test istatistiği, FPE: Final Prediction Error (Son Tahmin Hatası), AIC: Akaike Information Criterion (Akaike Bilgi Kriteri), SC: Schwarz Information Criterion (Schwarz Bilgi Kriteri) ve HQ: Hannan-Quinn Information Criterion (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)'dir.

Bu tahminde FPE ve AIC kriterlerine göre optimum gecikme uzunluğu 3 ve SC kriterlerine göre optimum gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir. 2 gecikmeli VAR modelinin ve bu modele dayanarak yapılacak nedensellik testi sonuçlarının istikrarlı olduğunu gösterebilmek için ters karakteristik polinomal kökler grafiği çizilmiş ve Şekil 3.2'de sunulmuştur.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

**Şekil 3.2.** Ters Karakteristik Polinomal Kökler Grafiğ

Şekil 3.2'de ters karakteristik polinomal kökler birim çemberin içinde kaldığı için 2 gecikme ile gerçekleştirilecek nedensellik analizi sonuçları istikrarlıdır. Çalışmada

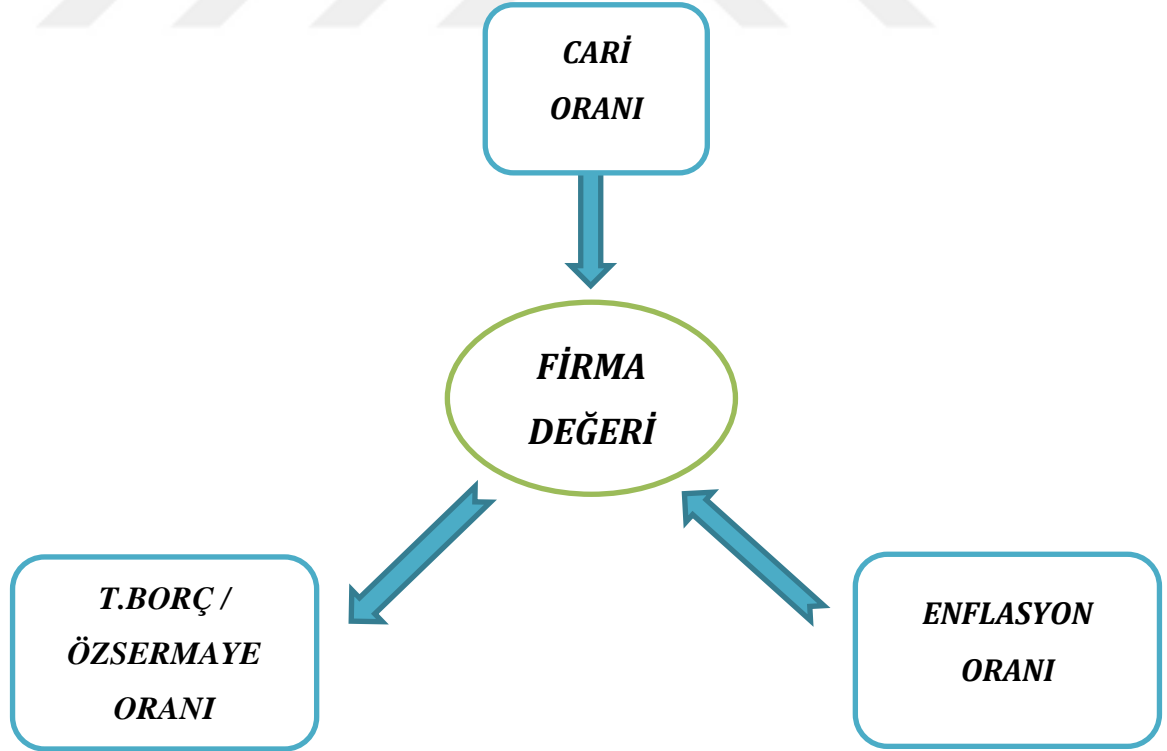
Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi, 2 gecikme ile yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.12’de sunulmuştur.

Tablo 3.12. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Panel Nedensellik Testi Sonuçları

<i>H₀ Hipotezi</i>	<i>W istatistiği</i>	<i>Z̄ istatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>CO ⇌ TQO</i>	2.87659***	3.71651***	0.00
<i>TQO ⇌ CO</i>	2.10438*	1.63170*	0.10
<i>TBOSO ⇌ TQO</i>	-	-	-
<i>TQO ⇌ TBOSO</i>	2.30863**	2.18314**	0.02
<i>ENF ⇌ TQO</i>	2.09637**	2.02521**	0.02
<i>TQO ⇌ ENF</i>	-	-	-
<i>AKO ⇌ TQO</i>	-	-	-
<i>TQO ⇌ AKO</i>	-	-	-

Not: *** , ** ve *; soldaki değişkenden sağdaki değişkene doğru %1 , %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.12’de elde edilen nedensellik ilişkileri Şekil 3.3’e aktarılarak daha kolay izlenmesi amaçlanmıştır.



Şekil 3.3. Nedensellik İlişkileri

Şekil 3.3'e göre; cari oran ve firma değeri arasında karşılıklı; firma değerinden toplam borç/öz sermaye oranına ve enflasyon oranından firma değerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. İşletmelerin cari oranı firma değerini etkileyebilirken, firmaların piyasa değerlerinin değişimi, bu firmalarının cari oranlarını, yani dönen varlıklarının yapısı ve bu varlıklara yapılan yatırımlar ve ayrıca şirketlerin kullanılabilir kısa vadeli borçlarını da etkilemektedir. Firma değerinden şirketlerin kaldıraç oranlarına doğru ilişki ise, firma değerlerinde herhangi bir değişimin firmaların kullanılabilir yabancı kaynaklar ve işletmelerin özsermaye değişimine işaret etmektedir. Enflasyon oranı ise her zaman işletmelerin varlık yapısı, satış ve karlılık düzeylerinde etkili olup, firma değerini etkilemektedir.



SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ

Menkul kıymet borsaları ülkelerin finansal yönden gelişmesinin ve firmaların borçlanmadan yeni yatırımlar yapabilmesinin en önemli aracıdır. Gelişen bilgi – iletişim teknolojileri sayesinde ulusal ve uluslararası borsalara erişim önemli ölçüde kolaylaşmış ve yaygınlaşmıştır. Bu noktada firmaların hisse senetlerinin getirilerini ve firma değerini etkileyen faktörlerin sıklıkla analiz edilmesi, bireysel ve kurumsal yatırımcılara yol gösterici olacaktır.

Firma değerinin maksimizasyonu firma performansını ve firma başarısını gösteren önemli ölçütlerden biri olarak algılanmaya başladıktan itibaren hangi unsurların firma değerine etki ettiğinin belirlenmesi literatürde çokça tartışılan konular arasında yerini almıştır.

Bu çalışmada işletmelerde uygulanan finansal politikaların firma değerine etkisi, BİST’te işlem gören 82 firmanın 2010- 2019 dönemi verileri kullanılarak, panel veri analizi yöntemleri ile analiz edilmiştir. Çalışmada firma değeri; Tobin Q oranı ile temsil edilmiş, finansman kararları; likidite oranı ve kaldıraç oranları ile analize dâhil edilmiştir. Likidite oranı; cari oran verisi ile temsil edilirken, kaldıraç oranları; toplam borç oranı, toplam borç/öz sermaye oranı ve kısa vadeli borç/özsermaye oranı ile modellenmiştir. Çalışmada yatırım kararları; verimlilik oranı ve kârlılık oranı üzerinden modellenmiş, verimlilik oranı; aktif devir hızıyla, kârlılık oranı; aktif kârlılık oranı ile temsil edilmiştir. Temettü kararları ise net kar dağıtımı ve bedelsiz hisse senedi dağıtımı verileri ile modellere dâhil edilmiştir. Ayrıca ülkedeki önemli bir makroekonomik değişken olan enflasyon oranı da kontrol değişkeni olarak analize dâhil edilmiştir.

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarına bakıldığında; firma değeri (Tobin Q oranı) ile en yüksek ilişkiye sahip olan değişkenin; 0.34 ile AKO (Aktif Karlılık Oranı) ve 0.31 ile CO (Cari Oran) olduğu görülmüştür.

Çalışmada 9 tane değişken kullanılarak, 3 farklı ekonometrik model kurulmuştur. Modellerde yer alan serilerin durağanlık seviyeleri; Levin, Lin ve Chu (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003) ve Fisher PP (2000) panel birim kök testleri ile incelenmiştir. Yapılan panel birim kök testleri sonucunda; bütün serilerin düzey değerlerinde durağan yani I(0) olduklarına karar verilmiştir. Seriler düzey değerlerinde durağan çıktığı için panel eşbütünleşme testine gerek kalmamış, panel regresyon analizlerine geçilmiştir.

Panel regresyon analizinde kullanılacak tahmin yöntemini belirleyebilmek için her bir modele F ve Hausman Testleri uygulanmış ve sabit etkiler yöntemi kullanılmasına karar verilmiştir. Bu nedenle modellerde yer alan katsayılar (parametreler) sabit etkiler yöntemi ile de tahmin edilmiştir. Bu tahminler sonucunda; cari oranı (CO), Toplam borç/özsermaye oranı (TBÖSO) ve aktif karlılık oranı (AKO)'nun firmaların piyasa değerini pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediği belirlenmiştir. Benzer şekilde Enflasyon oranı da (ENF) firmaların piyasa değerini negatif ve istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediği bulunmuştur. Bu sonuçlara dayanarak; firmaların kaldıraç oranı ve aktif karlılık hızlarının, yatırım yapılacak hisse senetlerinin belirlenmesinde önemli birer öncü gösterge olabilecekleri düşünülmektedir. Toplam borç oranı (TBO), kısa vadeli borç/öz sermaye oranı (KVBÖSO), Aktif devir hızı (ADH), net kar dağıtımı (NKD), bedelsiz hisse senedi dağıtımı (BHSD) ise şirketlerin piyasa değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olmadığı görülmüştür.

Çalışmada bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki nedensellik ilişkileri; Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiştir. Bu testin sonucunda; firma değeri cari oran ile karşılıklı; ve toplam borç/öz sermaye oranı ve enflasyon ile tek yönlü nedensellik ilişkilerinin olduğu bulunmuştur. Burada özellikle enflasyondan firma değerine doğru olan nedensellik ilişkileri, önsel beklentilerimizle de uyumludur. Enflasyon arttıkça; bir yandan firmaların reel değeri azalırken, diğer yandan nominal değerleri yükselecektir.

İşletmelerin finansman kararlarını temsil eden 4 değişken arasından 2 değişken (CO , TBÖSO) ve yatırım kararlarını temsil eden 2 değişkenden sadece (AKO) firma değeri üzerinde etkili olup ve Temettü kararlarını temsil eden 2 değişkenden, firma değeri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Çalışmaya dahil olan işletmelerin ortalama cari oranı 2.26 elde edilmiştir. Genel olarak bu oranın 2 olması tatminkar olarak kabul edilmektedir. Çalışmada kullanılan cari oranın anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir ($0,02 < 0,05$). Dolayısıyla, cari oran ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitiftir (+0.054). Nitekim, cari oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,054 birim arttırırken, cari oranda meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,054 birim

azaltacaktır. Bu işletmelerin cari oranı ikiden büyük olması, ($CO \geq 2$) finans yöneticiler muhafazakar finanslama stratejisinin uyguladıkları görülmektedir. Genel standartlara kıyasla, bu işletmeler daha fazla dönen varlıklarına yatırım yapmışlardır veya bu varlıkların finansmanında daha az kısa vadeli borçlarını kullanmışlardır. Bu oranı daha detaylı yorum yapılabilmesi için dönen varlıkların yapısı ve dağıtımına dikkat etmek gerekmektedir. Panel regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, cari oranı firma değerini pozitif yönde etkilemektedir, yani bu işletmeler: dönen varlıklarını oluşturan kalemlerine optimal bir şekilde yatırım yapmışlardır. Söz konusu şirketler, borçlarını zamanında ödeyebilmesi ve günlük diğer ödemelerinin yapılmasında sıkıntı yaşamadıkları ve ayrıca çıkabilecek avantajlı satınalma olanakları değerlendirmeleri kadar hazır değer, ve belli bir süre atıl kalacak fonların kısa vadeli getiri getirecek ve kazanç potansiyeli yüksek olan menkul kıymetlere yatırım yaparak ve ayrıca şüpheli alacak riskinin karşısında kendilerini korumak amacıyla daha sağlam firmalar ile çalışıp ve para tahsil kabiyetlerini artırarak, ve son olarak üretimin süreci aksamadan yürütülmesi ve toplu satın alma iskonto fırsatlarından yararlanarak, uygun bir düzeyde hammadde, üretim sürecinin uzunluğuna bağlı olarak belli miktarda yarı mamul ve işletmenin satış fırsatlarını en iyi değerlendirerek, optimal mamul stoğu tutmaları neticesinde, şirketlerinin getiri, karlılık ve piyasa değerinin olumlu bir şekilde yükselmesine çaba göstermişlerdir.

Türkiyede çalışma döneminde enflasyon düzeyinin nispi yüksek olduğu için, piyasadaki fiyatların devamlı yükselmesi nedeniyle, işletmeler geleceğe yönelik ihtiyaç duyacakları işletme sermayesinin belirlenmesinde daha tedbirli olmaları gerekir. Böyle durumlarda işletmeler iş hacimlerini aynı şekilde devam ettirebilmeleri için daha fazla işletme sermayesi ihtiyaç duyulabilir. Ayrıca cari oranın yüksek olması durumunda finansal ve likidite riskini azaltır ve karlılığı da düşürürken, düşük olması halinde risk ve karlılık düzeyini artırabilmektedir. Aynı zamanda firmada dönen varlıkların doğru bir şekilde yönetildiğini ve işletmede atıl kapasite bulunmadığını da söylemek mümkündür. Büyüksalvarcı ve Uyar (2012), ise cari oran, firma değeri ve hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin var olduğunu belirlemişlerdir.

Finans literatüründe TBO oranı kaldıraç oran olarak tanınmıştır. Bunun nedeni, işletmeler borç kaynaklarını kullanarak özsermaye karlılıklarını arttırmaya çalışmaktadırlar. Analiz sonuçlarına göre sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin

TBO ortalamaları 0.44 çıkmıştır ve firma değeri üzerinde etkili olmamaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu oran 0.50 ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için 0.70-0.80 ni aşması tehlikeli olarak kabul edilmektedir. Düşük kaldıraç oranı ise daha az özsermaye karlılığı sağlamakla birlikte finansal risk açısından daha emniyetli bir durumu ifade etmektedir. Bulgulara göre işletmeler yüksek kar potansiyelli ve düşük riskli yatırımlarda; borçlanma kapasitelerini, finansal risklerin çok fazla artırmama şartıyla, kullanarak şirketin kazan gücünü artırarak, firma değerini olumlu şekilde etkileyebiliyorlar.

Firma değerini etkileyen diğer değişken: toplam borç özsermaye oranıdır. Çalışmaya dahil edilen işletmelerin ortalama bu oranı 1.20 elde edilmiştir. Genel olarak bu oranın 1 olması özsermaye ve borç dengesi açısından yeterli görülmektedir. Çalışmada kullanılan (TBÖSO), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (TBÖSO), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitif (+0.075). Nitekim, toplam borç özsermaye oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,075 birim arttırırken, ve meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,075 birim azaltacaktır.

Mali yapı oranlarını temsil eden (TBÖSO), borçlanma oranı alınarak yani toplam borçların özsermaye içindeki durumu dikkate alınarak mali yapının en iyi ve dikkatli şekilde yorumlanması hedeflenmiştir. Borçlarının yüzde kaçının özkaynaklar ile karşılanacağını gösterir. Oranın 1.00'dan küçük olması arzu edilir. Böyle durumda yaşanabilecek muhtemel krizler daha kolaylıkla ve daha az zararla atlatılabilir. Oranın 1'den büyük olması ise, işletmeye kredi verenlerin, işletme ortaklarından daha fazla işletme varlıklarına yatırımda bulduklarını gösterir. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde bu oran 2'ye kadar yükselmesi normal kabul edilmektedir. Türkiye'de ise bu oran 1'den büyüktür. Analiz sonuçlarına göre bu oran imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde 1.20 çıkması, işletmelerin yabancı ve öz kaynak kullanımı arasında iyi bir denge sağlamış oldukları ve firma değerlerini olumlu bir şekilde etkilemeleri gözükmektedir. Yani finansal yöneticileri hedeflenen stratejiler doğrultusunda, alınan banka kredi ve işletme öz sermayesinin, şirketin finansman riskini arttırmadan, şirketin getiri ve karlılığını artırarak, firma değerlerini olumlu yönde etkilemesinde başarılı olmuşlardır. Ayrıca Türkiye'de gibi gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek enflasyon yaşayan ve reel faiz oranı negatif olan

ekonomilerde firmaların borçlanması daha rasyonel olduğu söylenebilir. Stratejik yatırımlarda ise borçlanma yerine özsermaye tercih edilerek, yüksek borçlanmanın getirdiği risk ve maliyetlerinden korunmaya çalışılmaktadır.

Modigliani ve Miller'de ikinci çalışmalarında devletin olduğu bir ekonomide borçlanmanın rasyonel olduğunu ortaya koyarken, Bunun temel sebebi devletin müdahale ettiği bir ekonomide, vergi ve kaldıraç etkisi neticesinde yabancı kaynak doğru orantılı kullanımıyla özsermaye karlılığının artmasıdır. Yani firmanın değeri öz kaynak kullanımına göre daha fazla artar. Bu da analiz bulguları ile aynı yöndedir. Sümer Göğüş vd. (2019), çalışmasında ise toplam borç/özsermaye ve Tobin Q' oranı arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir. Altan ve Arkan (2011), BİST Sanayi endeksinde işlem gören 127 firmanın, uzun dönemli borçlanma ve özsermaye değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkilerini artırdığını tespit etmişlerdir. Abdullah vd. (2014), firmalarda Tobin Q değeri ile finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişkiler bulunduğunu belirlemişlerdir.

KVBOS Oranı ise firma değeri üzerinde herhangi bir etkisi gözükmemektedir. Bunun nedenlerinden birisi, işletmelerin kısa vadeli kaynaklarını etkin bir şekilde kullanılmaması, ayrıca Türkiye'de kısa vadeli faiz oranları yüksek olması sebebiyle, şirketin ödeme riskinin artması, kreditorler açısından ana para taksitleri ve faizlerinin ödemesinde güçlüklerle karşılaşabileceklerdir. Bu yüzden kısa vadeli yatırımların finansmanı yapılırken kullanılacak kaynaklar dikkatlice göz önünde bulundurulmalı ve gerekli analizler yapılarak optimum finansal yapıyı sağlayacak bileşimi oluşturmalıdırlar.

Finansman kararların optimizasyonunda, alınan finansman kararları daha tecrubeli finans yöneticisi ve uzman personel tarafından; para, zaman, risk, vergi ve ayrıca yapılacak olan yatırımlar gibi faktörlerin göz önüne alarak, etkin maliyet kontrolünün sağlanması gerekmektedir. İşletmelerin yabancı kaynak kullanımı yoluyla fon sağlayacaksa bunların vadeleri ve alınan hizmetlerin maliyet ve verimliliklerinin takibi yapılması ile firmaların daha etkin kararlara yöneleceği konusunda dikkat etmeleri önemlidir. İşletmelerin finansal yatırımlarında, çeşitli karar verme alternatifleri arasında kriterlere göre finansal kaldıraç etkisi, yani borçla karı maksimize kılmak için en doğru, uygun ve en iyi seçeneğin seçimi konusunda gereken araştırmaların yapılması

zorundadırlar. Finans yöneticileri atıl fonlarının en az düzeye indirilmesi, kullanılan kaynaklarının verimliliğinin artırılması ve ayrıca alternatif kaynaklarının maliyetleri ile piyasa faiz oranları ve finansman kararlarının risklerini göz önüne alarak, fon kaynaklarının maliyetlerinin indirilmesine önem verilmesi gerekmektedir.

İşletme yöneticileri, finansal politikalarını belirlerken, işletmenin yeni kurulmuş veya gelişmekte olan bir firma kategorilerinde olmalarını dikkate almalıdırlar. Yeni kurulmuş bir şirket, fon bulmakta zorlanmaları için, yeni yatırımlarda özkaynak kullanılmasını tercih ederken; gelişmekte olan bir işletme, temel makroekonomik değişkeni olarak, risksiz faiz oranı ve piyasa koşullarına göre finansal kaynak bileşiminin oluşturabilmektedir.

Yatırım kararların verimlilik performansını temsil eden ADH oranı, firma değeri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır. Yani işletmelerin net satış miktarları firma değerinde etkili değildir. Normal durumlarda şirketler satışlarını artırınca, o şirketin giderleri satış miktarını aşmamak şartıyla yani marjinal satış marjinal gider miktarından yüksekse firma karı ve dolayısıyla hisse senedi piyasa fiyatının artması beklenmektedir.

Firma değerini en güçlü şekilde etkileyen değişken: işletmelerin aktif kârlılık oranıdır. Çalışmaya dahil edilen işletmelerin ortalama bu oranı 0.08 elde edilmiştir. Yani analiz kapsamında olan şirketler toplam varlıklarının %8 i kadar yıllık net kâr elde etmişlerdir. Genel olarak bu oranın ne kadar yüksek çıkarsa işletmelerin toplam varlıklarını o kadar optimal ve kârlı bir şekilde kullandıklarına işaret etmektedir. Aktif kârlılık oranı şirketler arası büyük ölçüde değişebilir ve ekonomi durumu ve endüstriye oldukça bağlıdır.

Çalışmada kullanılan (AKO), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (AKO), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. İlişkinin yönü ise pozitifdir (+0.770). Nitekim, aktif karlılık oranında meydana gelecek bir birimlik artış, firma değerini 0,77 birim arttırırken, ve meydana gelecek bir birimlik azalış firma değerini 0,77 birim azaltacaktır.

Tablo 10'da görüldüğü gibi, yatırım kararlarının kârlılık performansını temsil eden AKO oranı, şirketlerin piyasa değeri üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Ancak imalat şirketleri tüm potansiyellerini kullanarak ve bu oranı daha yükseltmeye

çalışıyorsa firma değerlerinde oldukça artışa şahit olabiliriz. Çünkü analiz sonuçlarına göre firma değerini etkileyen en güçlü değişken, kârlılık oranıdır. Bu oran, işletme varlıklarının kazanç yaratma gücünü göstermektedir. İşletmelerin ana amaçlarından birisi dönem sonu kâr elde etmeleridir. Ayrıca işletmelerin kâr düzeyinden ziyade, kârlılık kalitesi daha çok önemlidir. Eğer şirketlerin kârlılık düzeyi zaman içerisinde düzenli ve sabit trendli bir harekete sahipse, işletme yöneticileri ileriye dönük daha rasyonel, kapsamlı ve etkili kârarlar alabiliyorlar ve elde edilen kârları işletme politikalarının doğrultusunda kısmen şirket ortakları arasında optimal bir şekil ve miktarda dağıtıp ve geri kalan kısmını ise şirketin yatırım stratejilerine uygun bir şekilde kullanarak ve yatırım fırsatları'ndan yararlanarak, bileşik kâr elde etmek fırsatlarını da iyi şekilde değerlendirmiş olabileceklerdir.

Bir işletmenin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, mali tablo analizlerinde en çok kullanılan ve önem taşıyan kalemlerden birisi de bu orandır. İşletmelerin dönem sonundaki kâr oranları ne kadar yüksekse o şirketin sağlam ve düzenli çalıştığına işaret etmekte ve piyasada hisse senetlerine olan talep artmakta ve bununla birlikte hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla firma değeri üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Aktif kârlılık oranının, firmaların piyasa değerini ve dolayısıyla hisse senetlerinin getirilerini olumlu yönde etkilediği, bu nedenle borsada işlem yapan kurumlar ve kişiler bu konulara önemle dikkat etmelerinin yararlı olabileceği ifade edilebilir.

Yatırım kararlarının karlılık performansını temsil eden AKO oranı, şirketlerin piyasa değeri üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Bu oran işletme varlıklarının kazanç yaratma gücünü göstermektedir. İşletmelerin ana amaçlarından birisi dönem sonu kar elde etmeleridir. Bir işletmenin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, mali tablo analizlerinde en çok kullanılan ve önem taşıyan kalemlerden birisi de bu orandır. İşletmelerin dönem sonundaki kar oranları ne kadar yüksekse o şirketin sağlam ve düzenli çalıştığına işaret etmekte ve piyasada hisse senetlerine olan talep artmakta ve bununla birlikte hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla firma değeri üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Aktif karlılık oranının, firmaların piyasa değerini ve dolayısıyla hisse senetlerinin getirilerini olumlu yönde etkilediği, bu nedenle borsada işlem yapan kurumlar ve kişiler bu konulara önemle dikkat etmelerinin yararlı olabileceği ifade edilebilir.

Coşkun ve Kök (2011), analizlerinde aktif kârlılığı verilerinden yararlanmış ve firma değeri ile pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Kumar (2015), ise AKO değişkenleri büyüklüğü ile firma değeri arasındaki ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Bu çalışmada; aktif büyüklüğü yönünden küçük olan firmaların, büyük firmalara oranla daha fazla katma değer ürettiklerini tespit etmiştir. Asiri ve Hameed (2014), analizinde ise aktif karlılığının firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğu tespit edilmiştir.

Literatürde yatırım kararları ile piyasa değeri ve finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların genellikle işletme sermayesi ile piyasa değeri ve finansal performans arasındaki ilişkiyi sınamaya yönelik olduğu görülmektedir. İşletmelerin değer yaratma arasındaki anahtar olan konu stratejik yatırımlardır. Sanayi sektöründe yatırımların uzun dönemli ve daha maliyetli olduğundan, yatırım finansman kaynaklarının daha dikkatli ve dengeli yönetilmesi gerekmektedir. Bu konuda özellikle enflasyon, döviz kur ve politik risk karar alma sürecini etkilemektedir. Finans yöneticileri, yatırım projeleri değerlendirirken genel olarak rasyonel kararlar almaya çalışmalıdırlar. İşletme yöneticiler tarafından alınacak yatırım kararlarında, yapılabilir karlı yatırım fırsatları incelenip, daha sonra ödenecek borç tutar ve vadelerine bakarak, ayrıca benimsedikleri kar payı dağıtımına uyumlu bir şekilde, daha az maliyetli olan finansman yollarını kullanarak, güçlü bir finansal yapı oluşturup ve daha kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilecek olurlar.

Temettü kararlarını temsil eden bu iki oran (NKD ve BHSD) ise firma değerini etkilediği yönünde bir bulgu tespit edilememiştir. Bu bulgular Merton Miller ve Franco Modigliani (1958, 1963) yaptıkları Kâr Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlenmesi adlı çalışmalarında; hisse senedi değerinin, firmaların kâr payı dağıtım politikasından bağımsız olduğu ile uyum sağlamaktadır.

Diğer bir görüşe göre, eğer dönem sonundaki kar payından yatırımcılara optimal bir oranda dağıtım yapılıyorsa o şirketin piyasa değeri üzerinde olumlu bir etki yapabilmektedir. Ayrıca işletme özkaynaklardan fon sağlayacaksa, ortakların hisse senetlerini elden çıkarmasını önlemek için ne kadar kar payı dağıtım yapacağı konusunda tedbirli olmaları gerekir. BİST'te şirketler normalde düzenli bir kar payı dağıtım politikası izlenmemektedir ve birçok dönem için herhangi bir kar payı

dağıtılmamıştır. Bu kalemde gerekenden fazla sıfır değeri olduğundan tezimizde bir çok firma çalışma kapsamına alınmamıştır.

Miller ve Modigliani'nin kâr payı ilintisizlik görüşlerine göre, bir firmanın kâr payı ödeme kararları o andaki hisse senetlerinin cari fiyatını ve hissedarların elde edeceği toplam getirisini etkilememektedir. Ancak bu durumun gerçekleşmesi için, etkin piyasa, rasyonel davranışlar ve tam belirlilik varsayımları üzerinde durulmuşlardır. Bu görüş analiz bulguları ile tutarlı olmaktadır. Literatürde temettü teorisi savunucuları, istikrarlı ve yüksek tutarda temettü dağıtımı, yatırımcılar açısından firmaların gelecekteki gelirin olumlu bir göstergesi olarak kabul edildiği ve işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değerinde artışa sebep olabilmektedir.

Temettü dağıtım kararlarının etkinliği konusunda dikkat edilecek diğer konu ise hisse senetlerinin kar payı dağıtım ilan tarihi ile gerçekleşen tarih ne kadar kısa olursa, yatırımcılar hisse senetlerine yatırımı daha çok düşüneceklerdir. Bu yüzden işletmelerin hisse senedine talep artmakta ve hisse senedinin piyasa fiyatı ve dolayısıyla firmanın piyasa değeri artmaktadır.

Makroekonomi ve kontrol değişkeni olarak modellerimize dahil olan enflasyon oranı, firma değeri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Enflasyon oranının (ENF), anlamlılık düzeyinin, %5 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla (ENF), ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Tüm modellerde ilişkinin yönü negatiftir. Nitekim, enflasyon oranlarında meydana gelecek artış, firma değerini azaltacak iken, ve bu oran da yaşanan azalış firma değerini artıracaktır.

Bir ülkenin ekonomisinde gerçekleşen enflasyon, merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon'dan yüksek olursa, şirketlerin yapı, işleyiş, hedeflenen stratejiler, uyguladıkları politikalar ve alınan kararları olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu etki derecesi: enflasyon oranı ve hızına, işletmelerin finansman yapı verliklerinin kompozisyonuna, nispi fiyatlardaki değişme ve teknolojik gelişmelerine, ülke ekonomisinin enflasyon duyarlılığına ve birçok diğer faktöre bağlıdır. Enflasyon oluşturduğu belirsizlik ortamında, yatırım yapma riski ve faiz yükünün artmasına ve üretim maliyetlerinin yükselmesine sebep olarak, uzun dönemde firmalar üzerinde yaratabilecek en olumsuz etki, firmaların rasyonel hesaplara dayanan uzun süreli

bütçeleme stratejileri ve planlama yapmalarının zor olması neticesinde, yatırım faaliyetlerin azalması, yabancı sermayeler yerli mali piyasalarından geri çekilmesi ve kalkınma hızının düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca, enflasyon işletmelerin yaptıkları mal alım satım faaliyetlerinde fiktif kar oluşturabilmektedir ve bu fiktif karlar üzerinden hesaplanan ve dağıtılabılır temettü ve ödenen vergiler, firmaların öz sermaye ve finansman yapılarını olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Bu yüzden işletmelerin bütün departman yöneticileri, özellikle finansal yöneticiler kısa ve uzun dönemli planlamalarında kesinlikle enflasyonun yarattığı etkileri, özellikle merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon farklarını göz önüne alarak alınan finansal kararlarda daha tedbirli hareket etmelidirler.

Türkiye'de, veri alınan söz konusu yıllar boyunca nispi olarak yüksek oranda enflasyon ortamı ve krizlerin yaşanması büyük kırılmalıklar oluşturmuştur. Bu yüzden finans yöneticileri işletme faaliyetlerinin temkinli bir şekilde yürütülmesi için, daha tedbirli olmaya yönlendirmektedirler.

Çalışmamızı kapsayan yıllar boyunca (2010 – 2019) ortalama reel faiz oranı negatif olduğundan ve her dönem gerçekleşen enflasyon oranı merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon oranından yüksek çıkmasından dolayı, işletmeler yabancı kaynak, özellikle uzun vadeli krediler kullanımında daha fazla avantaj sağlayabilirler. Ayrıca son yıllarda ortalama döviz kur artışı enflasyona göre daha yüksek olduğu için ihracat odaklı işletmelerin gelirleri döviz cinsinden ve giderleri Türk lirası olduğundan, bu kategoride olan işletmelerin kazanç güçleriyle birlikte firma değerlerini olumlu şekilde etkilemektedir.

İşletmeler “Optimum Yatırım, Finansman ve Temettü kararlarını” belirleyerek firma değerini arttırmada olumlu etkileri olabilir. Finans yöneticilerinin, finansal kararları alma sürecinde, makro ekonomik ortamın, piyasa gelişmeleri ve piyasa faiz oranlarının seviyesinin trendi yakından takip ettikleri ve bu doğrultuda karar vermeleri önem arz etmektedir. İşletmelerde, finansman kararları alınırken; finanse edilecek varlığın vadesi ile kullanılan finansman aracının vadesi arasında uyumunu sağlanmasına önem verilmesi gerekmektedir.

BİST' i daha etkin piyasaya dönüştürülmesi ve yerli ve yabancı yatırımcılar için daha cazip ve çekici olması için, gelişmiş ülkeler borsalarında kullanılan yeni teknoloji

ve yöntemleri BİST'te uygulayarak, borsada işlem gören firma sayısının bir an önce artırılması ile finansal piyasalarının genişlik ve derinliği ve dolayısıyla işlem sayı ve hacmini artırarak, hem de şirketleri daha şeffaf olmaya zorlayarak manipülasyon etkilerini en aza indirilmesi, borsa da işlem gören yerli ve yabancı yatırımcılar için daha güvenilir bir etkin finansal piyasa haline getirilmesiyle, hisse senedi piyasa fiyatı gerçek arz ve talep üzerinden belirlenerek, işletme hisse senetlerinin gerçek dışı fiyatlanmasına engel olabilmektedir. Finansal piyasalarında işlem hacmi artmasıyla beraber devletin SGK primi ve vergi tahsilatları ise artacaktır. Ayrıca yapılan akademik araştırmalardan elde edilen bulgular, daha tutarlı ve pratik hale getirilebilir ve menkul kıymet alıcı ve satıcıları için güvenilir yol göstergesi olabilmektedir. 30.12.2019 tarihi itibarıyla, BİST'te bir çok farklı sektörlerden 491 tane firmanın faaliyet gösterdiği tespit edilmiştir. Ancak bu firma sayısı, Türkiye gibi 80 milyonu aşkın nüfusu olan ve dünyanın 17. büyük ekonomisi konumunda bulunan Türkiye için yetersizdir. Borsada işlem göre firma sayısının bir an önce artırılması gerekmektedir.

Bu çalışmadaki en önemli kısıtı; bir çok dönemde kar payı ve bedelsiz hisse senedi dağıtımamasıdır. Bu durum; birçok analizlerde önemli güçlükler ve kısıtlamalara sebebiyet vermiştir. Bu noktada; borsada işlem gören firmaların verilerini kamuoyu ile en kısa zamanda ve daha titiz ve düzenli biçimde paylaşımları, sonraki dönemlerde daha sağlıklı ve detaylı analizler yapılmasına imkân verecektir. Bu konuda çalışma yapacak araştırmacıların; verilerin bu yapısını bilerek davranışlarında ve bu yapıya uygun analiz yöntemleri seçmelerinde yarar vardır. BİST şirketlerin dağıttıkları kâr payları çoğu kez yıllık olmasından dolayı, daha kısa dönemli ilişki kurmak için yeterli veri bulmayı olanaksız kılmaktadır. Son olarak, Türkiye gibi gelişmekte olan ve nispi yüksek enflasyon ve devalüasyon olanlarına sahip olan ülkelerde, izleyen çalışmalarda, hisse senetleri borsada işlem gören işletmelerin firma değerlerinin üzerinde etkili olan unsurların araştırmasında ve işletmeleri ihracat odaklı ve ithalat odaklı; iki kategori içinde, mikro ve makro ekonomi etkilerini göz önüne alarak, daha tutarlı ve sağlam bulgular elde edilebilir.

KAYNAKLAR

- Abdullah, M., Shukor, Z. A., Mohamed, Z. M. and Ahmad, A. (2014). "Risk Management Disclosure: A Study on The Effect of Voluntary Risk Management Disclosure Toward Firm Value". *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 400 - 432.
- Açıkdilli, G. ve Kırkbeşoğlu, E. (2014). İşletmelerin Çevresi ve Çevre Faktörleri. http://www.kirkbesoglu.com/tbf231/YBS112_Hafta5.pdf, (Erişim Tarihi: 12.12.2019).
- Adenugba, A. A., Ige, A. A. and Kesinro, O. R. (2016). "Financial Leverage and Firms' Value: A Study of Selected Firms in Nigeria". *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, 4(1), 14 – 32.
- Adır, D. (2016). "Muhasebe: Kavramsal Çerçeve". *Uluslararası Akademik Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(3), 139 – 157 .
- Adler, N. J. (2002). *International Dimensions of Organizational Behavior*. Mason, OH: Thomson Higher Education.
- Afşar, A. (2007). Finansal "Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki". *Muhasebe ve Finansman Dergisi, (MUFAD)*, Sayı: 36, 188 – 198.
- Aghabaki, M. (2014). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Aivazian, V., Booth, L. and Cleary, S. (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?", *The Journal of Financial Research*, Sayı: 26, 371 - 387.
- Akça, N. ve Gönen, S. (2015). Karşılıklar, Koşullu Borçlar ve Koşullu Varlıkların Türkiye Muhasebe Standartları ve Vergi Mevzuatı Kapsamında Değerlendirilmesi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 3(3), 89 – 105.

- Akdemir, B. (2010). *Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akgüç, Ö. (1995). *Mali Tablolar Analizi*. (Genişletilmiş 9. Basım), İstanbul: Avcıol Basım - Yayım.
- Akın, E. E. (2004). *Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti İle Firma Değeri İlişkisi ve İMKB’de Uygulaması*. (Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akkale, R. G. (2013). “Kayıtlı Sermaye Yapısı Hakkında Genel Bilgi ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerde Kayıtlı Sermayenin Artırım Usulü”. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 17(1-2), 21 – 44.
- Akman, E. (2012). *Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB’de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Zonguldak: Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aksan, N. Z. (2018). *Paya Dönüştürülebilir Tahviller*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aksöyek, İ. (1994). *Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akyüz, Y. (2013). “Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2), 339 – 356.
- Altan, M. ve Arkan F. (2011). “Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index”. *Journal of Business & Economics Research*, 9(9), 61 - 66.
- Apak, S. ve Demirel, E. (2013). *Finansal Yönetim - Sermaye Piyasaları*. (2. Basım), Ankara: Papatya Bilim Yayınevi.

- Arkan, F. (2010). *Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Armeh, H. (2010). "Decision Making". *12th International Business Research Conference*, Dubai.
- Asiri, B. K. and Hameed, S. A. (2014). "Financial Ratios and Firm's Value in The Bahrain Bourse". *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1 - 9.
- Ata, Y. (2009). "Yeni Ekonomik Düzenin Kavramsal Çerçevesi ve Ekonomilere Sunduğu Fırsatlar: Adana Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme". *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(1), 27 – 48.
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi". *Ekonometri ve İstatistik*, 11, 45 – 60.
- Aydın, N., Coşkun, M., Bakır, H., Ceylan, A. ve Başar, M. (2003) *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları.
- Aydın, N. (2004). *Finansal Yönetim*. (2. Baskı), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, Y. (2012). "Firma Değerleme Yöntemleri". *Kırıkkale Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1), 87 – 110.
- Ayrıçay, Y. ve Türk, V. E. (2014). "Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 64, 53 – 70.
- Baba, V. V. & HakemZadeh, F. (2012). "Toward a Theory of Evidence Based Decision Making". *Management Decision*, 50(5), 832 – 867.
- Bahadır O. ve Demir, V. (2007). "UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı". *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 7(23), 1 – 20.
- Baker, H. K. and Powell, G. E., (1999). "How Corporate Managers View Dividend Policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38, 17 - 35.
- Baltagi, B.H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*. England: John Wiley & Sons Ltd.

- Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008). “Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani - Miller Teoremi”. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259 - 268.
- Banga, R. & Sinha, U. B. (2003). Does the Structure of Debt Affect the Output and Investment Strategies of the Firm? <https://web.isical.ac.in/~eru/erudp/2003-02.pdf>, (Erişim Tarihi: 08.11.2019).
- Barges, A. (1973). “The Effect of Capital Structure on The Cost of Capital: A Test and Evaluation of The Modigliani and Miller Proposition”. *Englewood Cliffs*, 42 – 103.
- Bayırlı, R. (2007). *Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama*. (1. Baskı), Ankara: Gazi Kitabevi.
- Bayramoğlu, M. M. (2009). Genel Ekonomi. http://www.ktu.edu.tr/dosyalar/ormanmuhendisligi_9fbc9.pdf, (Erişim Tarihi: 17.12.2019).
- Bell, D. (2006). *Panel Models: Theoretical Insights*. Lecture Notes. University of Stirling.
- Belyalova, M. (2003). *Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisinin Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Berk, N. (2005). *Finansal Yönetim*. (Sekizinci Baskı), İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Berk, J. and Marzo, P. (2007). *Corporate Finance*. Pearson Addison Wesley.
- Beşirli, M. (2009). “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsası’ndan Eshâm ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), 185 – 208.
- Bierman, H. & Smidt, S. (2003). *Financial Management for Decision Making*. (Second Edition), Washington: Beard Books.
- Bilen, A. ve Özkan, F. (2016). “TMS-36 Varlıklarda Değer Düşüklüğü Standardına Göre Kullanım Değerinin Hesaplanması”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, 1 – 14.

- Birgili, E. ve Düzer, M. (2010). “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 46, 74 - 83.
- Bloomberght (2020). Aramco Kâr Dağıtmak için 8 Milyar Dolar Borçlandı. <https://www.bloomberght.com/aramco-kr-dagitmak-icin-8-milyar-dolar-borclandi-2268874>, (Erişim Tarihi: 28.11.2020).
- Bolak, M. (2010). *İşletme Finansı*. İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Borsa İstanbul (2010). 25. Yıl. <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>, (Erişim Tarihi: 15.12.2019).
- Borsa İstanbul (2019a). Hakkımızda. <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/hakkimizda>, (Erişim Tarihi: 18.12.2019).
- Borsa İstanbul (2019b). BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari-ekim-2019.pdf?sfvrsn=8>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).
- Borsa Nish (2014). Borsa Tarihi. <http://www.borsa-nedir.com/borsa-tarihi/>, (Erişim Tarihi: 13.12.2019).
- Boyar, E. ve Güngörmüş, A.H. (2009). “Finansal Tablo ve Dipnotlarda Stoklarla İlgili Açıklanması Gereken Hususlar”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 42, 194-202.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance*. (Seventh Edition), London: The McGraw-Hill Companies.
- Brigham, F. E. and Gapenski, L. C. (1991). *Financial Managemet, Theory and Practice*. (Sixth Edition), New York: The Dryden Press.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management*. (Tenth Edition), Ohio: Concise.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (2010). *Finansal Yönetim*. (6. Basım), Ankara: Sözkese Matbaacılık.

- Büyükkonuklu, B. (2011). *Firma Değeri ile Sermaye Yapısının İlişkisinin Matematiksel Modellerle İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Büyükşalvarcı, A. ve Uyar, S. (2012). “Farklı Muhasebe Düzenlemelerine Göre Hazırlanan Mali Tablolardan Elde Edilen Finansal Oranlar İle Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri ve Piyasa Değerleri Arasındaki İlişki”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 53, 25 - 48.
- Camerer, C. & Loewenstein, G. (2004). *Behavioral Economics: Past, Present, Future*. Princeton: Princeton University Press.
- Can, M. Ç. (2013). “Türk Borçlar Kanunu’nun 603. Maddesinin Kıymetli Evrak Hukukunda Uygulanabilirliği - Avalde Eşin Rizası Aranmalı mı?”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XXI(3), 35 – 73.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., Düzakın, H., İskenderoğlu, Ö. (2005). “Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 28, 24 - 36.
- Ceylan, O. (2011). Finansal Yönetim. <https://piyasarehberi.org/sozluk/finansal-yonetim>, (Erişim Tarihi: 08.10.2019).
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2013). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınları.
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. (1.Baskı), İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Chang, S. and Jo, H. (2019). Employee-Friendly Practices, Product Market Competition and Firm Value. wileyonlinelibrary.com/journal/jbfa, *J Bus Fin Acc. (JBFA)*, 46, 200 – 224.
- Chhaochharia, Y. and Grinstein, V. (2007). “Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules”. *The Journal of Finance*, 62(4), 1789 – 1825.

- Choo, C. W. (1996). "The Knowing Organization: How Organizations Use Information to Construct Meaning, Create Knowledge and Make Decisions". *International Journal of Information Management*, 16(5), 329 - 340.
- Coropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D. & Stanley, L. J. (2014). "Financial Decision Making in Family Firms". *Family Business Review*, 27(4), 307 – 327.
- Coşkun, E. ve Kök, D. (2011). "Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması". *Ege Akademik Bakış*, Sayı: 11, 75 – 85.
- Coşkun Kaderli, Y. (2013). *Finansal Kararlarda Vergi Etkisi: Türkiye Uygulaması*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Crossan, K. (2011). "The Theory of the Firm and Alternative Theories of Firm Behaviour: A Critique". *International Journal of Applied Institutional Governance*, 1(1), 1 – 14.
- Cryer, J. D. and Chan, K. S. (2008). *Time Series Analysis With Applications in R*. (Second Edition). Springer, USA.
- Cunliffe, A.L. (2008). *Organization Theory*. (First Edition), London: Sage Publications.
- Çabuk, A. (1982). "Anonim Şirketlerde Yedek Akçe Politikası". *Uludağ Üniversitesi Dergisi*, 3(2).
- Çam, V. (2014). "Politik Riskin Firma Değeri ile ilişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama". *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 15(1), 109 - 122.
- Çavuş, M. F. ve Biçer, M. (2016). "Finans Yöneticilerinin Karar Verme Davranışları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Araştırma". *Toros Üniversitesi İİSBF Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(5), 45 – 63.
- Çavuş, M. F. ve Pekkan (2017)." Bilgi Ataletinin Karar Verme Tarzına Etkisi". 16. *Ulusal İşletmecilik Kongresi*, 4 - 6 Mayıs, İzmir.
- Çelik, O. (2019). Muhasebe ve Finansal Raporlama. <https://www.spl.com.tr/docs/other/ad6f9d18-202a-47.pdf>, (Erişim Tarihi: 14.11.2019).

- Çimen, A. (2017). Finansal Yönetim. <http://kisi.deu.edu.tr/userweb/aysegul.cimen/%C4%B0%C5%9Fletme%20Finans%C4%B1%20ve%20Finansal%20Y%C3%B6netim-Mine.ppt>, (Erişim Tarihi: 13.11.2019).
- Çolak, E. (2014). Korelasyon Analizi. http://eczacilik.anadolu.edu.tr/bolumSayfaları/belgeler/ecz2014%2012_20140527094539.pdf, (Erişim Tarihi: 12.05.2020).
- Çonkar, K. ve Ata, H. A. (2002). “Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye’de Kullanımı”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 4(2), 1 – 17.
- Çonkar, K. ve Özdemir, Ş. (2009). *KOBİ Girişimcileri İçin Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2009 – 27.
- Dabbağoğlu, K. ve Dursun, G.D. (2009). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Çimento Sektörü Şirketlerinin Net İşletme Sermayesi Analizi”. *ABMYO Dergisi*, 15, 51-74.
- Daft, R. (2010). *Organization Theory and Design*. (10th Edition), New York: Cengage Learning.
- Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. (4th Edition). Wiley.
- Dayananda, D., Irons, R., Harrison, S., Herbohn, J. & Rowland, P. (2002). *Capital Budgeting*. Cambridge Books.
- Dayı, F. ve Akdemir, E. (2013). “Sağlık İşletmelerinde Finansal Risk Analizi: Kastamonu Kamu Hastaneleri Örneği”. *Düzce Üniversitesi Yönetim ve Eğitim Bilimleri Dergisi*, 3(1), 1 – 18.
- Derviş, K. (2003). Küreselleşme, Büyüme ve Gelir Dağılımı. http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/sayi27/kuresellesme_buyume_gelir_dagilimi.pdf, (Erişim Tarihi: 08.04.2019).
- Dinç, S. (2016). 6102 Sayılı Kanuna Göre Anonim Şirketlerde Sona Erme. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/227130>, (Erişim Tarihi: 18.12.2019).

- Dinçer, H. (2014). “Mevcutlarda Amortisman Uygulaması”. *RYM Reform Dergisi*, <http://www.reformymm.com.tr/dokumanlar/18062015-amortismanlar-151201.pdf>, (Erişim Tarihi: 08.08.2019).
- Dinçer, H., Yüksel, S. ve Hacıoğlu, Ü. (2017). *Stratejik Finansal Yönetim*. Ankara: Orion Kitabevi.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance Theory and Practice*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Demir, A. Y. (2004). *Firma Değerinin Bulunması ve İskonto Edilmiş Nakit Akımı Değerleme Modeline Göre İMKB'deki Sanayi Firmaları Üzerinde Uygulanması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demir, Ö. (2005). “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değerlerine Olan Etkisi”. *Fırat Üniversitesi Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları Dergisi*, 77 – 82.
- Demir, Y. ve Coşkun, D. (2009). Finansal Bilgi Sisteminin İşletmelerin Yönetim Fonksiyonu Üzerine Etkisi: Aydın İli Örneği. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(2), 1 – 21.
- Demirel, E. (2014). *Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BIST 30 Endeksinde Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme.
- Demirgüneş, K. (2016). “Firma Değerinin Finansal Belirleyicileri: Ampirik Bir Analiz”. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 11, 159 – 179.
- Demirhan, D. (2009). “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 9(2), 677-697.
- Demirkol, İ. (2006). *Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Denis, D. J., Denis, D. K. and Yost, K. (2002). “Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value”. *The Journal of Finance*, 57(5), 1951 - 1979.
- Doğan, Ö. İ., Marangoz, M. ve Topoyan, M. (2003). “İşletmelerin İç ve Dış Pazarda Rekabet Gücünü Etkileyen Faktörler ve Bir Uygulama”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(2), 114 – 139.
- Doğanay, M. (2018). *Temettü Politikası*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi.
- Du, J., Wu, F. and Liang, X. (2016). “Corporate Liquidity and Firm Value: Evidence From China’s Listed Firms”. *In SHS Web of Conferences*, EDP Sciences. 24:01013, DOI: 10.1051/shsconf/20162401013.
- Duman, H., Arsu, T. ve Apak, İ. (2014). “Tam Zamanında Üretim Sistemi (TZÜ) / Maliyetleme: Türkiye Örneği (Literatür Taraması)”. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(3), 14 - 24.
- Dumitrescu, E. I. and Hurlin, C. (2012). “Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels”. *Economic Modelling*, 29(4), 1450-1460.
- Düzer, M. ve Önce, S. (2017). “Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlaması ve Finansal Performans: BİST’te İşlem Gören Şirketler İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz”. *Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(2), 637 – 648.
- Ekodialog (2012). Otofinsman Nedir? https://www.ekodialog.com/Konular/otofinsman_nedir.html, (Erişim Tarihi: 08.09.2019).
- Elmas, B. ve Polat, M. (2016). “Ar-Ge Yatırımlarının Firma Performansına Etkisinin Panel Veri Analizi ile Araştırılması”. 20. *Finans Sempozyumu*, 19-22 Ekim, Trabzon.
- Elmas, B., Yılmaz, H. ve Yalçın, S. (2017). “Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: BIST Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5, 1221 – 1238.

- Engindeniz, S. (2010). “Tarım Arazilerinin Kamulaştırılmasında Gelir Yöntemini Uygulama Esasları”. *TKB Türktarım Dergisi*, Sayı: 192, 53 – 57.
- Ertaş, F. C. ve Karaca, S. S. (2010). Kâr Dağıtımının İlânı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 58 – 68.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2007). “Halka Açık Firmaların Beta Katsayılarının Regresyon Modeli ile Tespiti ve Halka Açık Olmayan Firmalara Yönelik Uygulanabilirliği”. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 295 - 324.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdem, E. (2012). Türk Ticaret Kanunu’nda Kurucu İntifa Senetleri. <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/turk-ticaret-kanununda-kurucu-intifa-senetleri/>, Erişim Tarihi: 20.11.2019).
- Eren, E. (2011). *Yönetim ve Organizasyon Çağdaş ve Küresel Yaklaşımlar*. (Onuncu Baskı), İstanbul: Beta Yayınevi.
- Eriotis N., Vasiliou D. and Neokosmidi Z. (2007). “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study”. *Managerial Finance*, Sayı: 33, 321 - 329.
- Erol, C. ve Sarıaslan, H. (2014). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Erol, M. ve Aslan, M. (2017). “Uluslararası Muhasebe ve Denetim Standartlarının Gelişmesi”. *Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi*, 12, 55 – 86.
- Ersoy, M., Çatıkkaş, Ö. ve Soytürk, A. (2017). “Katılım Bankalarında Blokeli Toplu Konut Finansmanları”. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 12(48), 1 – 16.

- Ersöz, S. ve Ban, Ü. (2003). “Finansal Plânlama Sürecine Katkısı Açısından Üretim Sistemlerinin Uzman Sistemlerle Çözümlemesi”, *Mevzuat Dergisi*, 6(64). <https://www.mevzuatdergisi.com/2003/04a/04.htm>, (Erişim Tarihi: 08.11.2019).
- Ertaş, F. C. ve Karaca, S. S. (2010). “Kâr Dağıtımının İlânı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 47, 58 - 68.
- Ertuğrul, F. (2008a). “Paydaş Teorisi ve İşletmelerin Paydaşları ile İlişkilerinin Yönetimi”. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 31, 199 – 223.
- Ertuğrul, M. (2008b). “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 143 – 154.
- Eruygur, O. (2011). Bir Sosyal Bilim Olarak İktisat ve Temel Kavramlar. Gazi Üniversitesi – İktisat Bölümü, http://www.ozaneruygur.com/DERS_IKTI101_1112_01/?download=IKTI101_DersNotu_01_1112_01.pdf, (Erişim Tarihi: 08.11.2019).
- Escalera-Chávez, M. E., Rojas-Kramer, C. A. & García-Santillán, A. (2015). “Financial Decision and Its Relationship with Economic Value Added”. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(1), 278 – 284.
- EVDS (2019a). Piyasa Verileri, BIST Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi(İş Günü). (FİYAT) BİST 100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre (Ocak 1986=1). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarkethttps://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).
- EVDS (2019b). Piyasa Verileri, BIST Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi(İş Günü). Toplam İşlem Hacmi (Bin TL). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarkethttps://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).
- Eymen, G. (2008). *Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Fettahoğlu, S. (2015). “İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma”. *14. Ulusal İşletmecilik Kongresi*, 7-9 Mayıs, Aksaray.
- Fauzi, F. and Locke, S. (2012). “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms”. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43– 67.
- Fidan, M. M. (2019). “Ticari Alacaklarda Değer Düşüklüğü–TFRS 9 Finansal Araçlar Standardının Basit Yaklaşımı ve Vergi Usul Kanunu Karşılaştırılması Ticari Alacaklarda Değer Düşüklüğü–TFRS 9 Finansal Araçlar Standardının Basit Yaklaşımı ve Vergi Usul Kanunu Karşılaştırılması”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (81), 37 – 58.
- Gabriela, S. M. (2013). “The Role of International Organizations in The Global Economic Governance – An Assessment”. *Romanian Economic and Business Review*, Special Issue, 308 - 316.
- Gamayuni, R. R. (2015). “The Effect of Intangible Asset, Financial Performance and Financial Policies on The Firm Value”. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 4(1), 202 – 212.
- Githaiga, P. N. & Kabiru, C. G. (2015). “Debt Financing and Financial Performance of Small and Medium Size Enterprises: Evidence from Kenya”. *Journal of Economics, Finance and Accounting – (JEFA)*, 2(3), 474 – 481.
- Gitman, L. J. and Madura, J. (2012). Introduction To Finance. <https://pdfs.semanticscholar.org/bc8e/0127bdaf4019e2eddbec764bd47bd026b2d8.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.12.2019).
- Goodwin, R., Kagawa, R. & Malebo, A. (2012). Finance Policies and Procedures. UN-Habitat, https://www.pseau.org/outils/ouvrages/un_habitat_finance_policies_and_procedures_2013.pdf, (Erişim Tarihi: 23.11.2019).
- Gordon, M. J. (1962). “The Savings Investment and Valuation of A Corporation”. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37 – 51.

- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, Sayı: 18, 264 - 272.
- Gorbon, M. (2012). Şirket Değerleme Yöntemleri. TUYİD, http://www.tuyid.org/files/egitimler/TUYID_Degerleme_Yontemler_Nisan2012.pdf, (Erişim Tarihi: 28.11.2020).
- Gönenç, H. ve Arslan, O. (2003). “Capital Structure of the Turkish Domestic and International Real Sector Firms”. *Istanbul Stock Exchange Review*, 7(25-26), 41 - 64.
- Gönenli, A. (1985). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yayınları, No: 15.
- Gözen, M. (2017). “Şirket Değerini Etkileyen Faktörlere Sistemik Bir Yaklaşım”. *Social Sciences Studies Journal*, 3(8), 425 – 435.
- Granger, C. W. J. and Newbold, P. (1974). “Spurious Regressions in Econometrics”. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.
- Greene, W. H. (2002). *Econometric Analysis*. (Fifth Edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Grusky, D. B., Western, B. & Wimer, C. (2012). The Consequences of the Great Recession, https://www.russellsage.org/sites/all/files/Grusky_chap1.pdf, (Erişim Tarihi: 22.11.2019).
- Gujarati, D. N. and Porter, D. C. (2012). *Temel Ekonometri*. (Beşinci Basımdan Çeviri). (Çev.: Ümit Şenesen ve G. Güllük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayınevi .
- Güçlü, S. (2007). *Yatırım Fonlarının Performansının Ölçülmesi ve Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Güçlü, H. (2010). Borsaların Tarihçesi. http://www.hakanguclu.com/calismalar/Borsaların_Tarihcesi.pdf, (Erişim Tarihi: 08.12.2019).
- Gülaç, H. (2014). *İşletmelerin Yatırım Kararları İle Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir*

Dinamik Panel Veri Analizi. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gündoğdu, A. (2018). *Finansın Temel Teorileri*. İstanbul: Beta Yayınları.

Güreşçi Pehlivan, G. (2010). “Dış Ticarete Di Ticarete Diğer Finansman er Finansman Yöntemleri: Factoring, Forfaiting Yöntemleri: Factoring, Forfaiting ve Finansal Kiralama”. <http://debis.deu.edu.tr/userweb//dilek.seymen/dosyalar/sunum.pdf>, (Erişim Tarihi: 27.11.2020).

Gürel, E. ve Bayazıtlı, E. (2017). “Kar Payı Verimi ve Borsa İstanbul A.Ş. Üzerinde Bir Uygulama”. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 121 – 133.

Grootveld, H. & Hallerbach, W. G. (2003). “Variance vs Downside Risk: Is There Really That Much Difference?”, *European Journal of operational research*, 114(2), 304 – 319.

Hadri, K. (2000). “Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data”. *Econometric Journal*, Sayı: 3, 148–161.

Hang, M., Geyer-Klingeborg, J., Rathgeber, A. W. and Stöckl, S. (2018). If, When, and How Financial Decisions Affect Firm Value: A Meta-Analysis. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, Sayı: 1, 1– 46.

Hartwig, L. (2006). Funding Systems and Their Effects on Higher Education Systems. OECD Country Study – Germany, <https://www.oecd.org/germany/38308008.pdf>, Erişim Tarihi: 08.10.2018.

Huang, G. and Song, F. (2006). “The Determinants Of Capital Structure: Evidence from China”. *China Economic Review*, 17(1), 14 - 36.

Higgins, B. H. (1949). *World War I and Its Effects on British Financial Institutions. Lombard Street in War and Reconstruction*. NBER, ISBN: 0-87014-343-3.

Hossain, N., Troskie, C. G. & Guo, R. (2005). *Comparisons of The Ex Post Efficient Portfolios Under GARCH (1,1) Modeling and GARCH Model Extensions*.

Proceedings of the 10th Annual International Conference on Industrial Engineering–Theory, Applications and Practice, Clearwater.

- Husna, A. ve Satria, I. (2019). “Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value”. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50 – 54.
- Igwe, I. O. C. (2018). “History of the International Economy: The Bretton Woods System and its Impact on the Economic Development of Developing Countries”. *Athens Journal of Law*, 4(2), 105 – 126.
- Im, K.S., Pesaran, M.H. and Shin, Y. (2003). “Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels”. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- İAV (2006). Faktoring Sektörü ve Uygulamaları. İktisadî Araştırmalar Vakfı, <https://iav.org.tr/yonetim/dosya/seminer/faktoring.pdf>, (Erişim Tarihi: 27.11.2020).
- İbiş, C. (1998). “İşletmelerde Değerinden Kaybetmiş Stokların Değerlemesi, Değer Düzeltim Tutarının Hesaplanması ve Tekdüzen Hesap Planına Göre Muhasebe Kayıtları”. *Öneri*, 2(3), 141 – 147.
- İmregün, O. (1979). *Anonim Ortaklıklarda İntifa Senetleri*. Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı'ya Armağan, İstanbul. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/96070>, (Erişim Tarihi: 16.12.2019).
- İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011). “Optimum Portföyün Seçimi: İMKB 30 Üzerinde Bir Uygulama”. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(2), 235 - 257.
- Kaba, F. (2009). *Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
- Kablay, M. K. (2003). *Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Tekniği ve Monte Carlo Simülasyonunun Karşılaştırılması: Örnek Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Kara Harp Okulu Savunma Bilimleri Enstitüsü.

- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2014). “Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49 – 64.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1991). “Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias”. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193 - 206.
- Kamaşak, R. ve Yozgat U. (2013). “Endüstriyel Faktörler, Benzersiz Kaynaklar ve Performans İlişkisi: İmalat ve Hizmet Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma”. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı: 27, 114 - 136.
- Kamran, M. R., Zhao, Z., Ali, H. S. and Sabir, F. (2018). “Does Earnings Management Mediate The Impact of Financial Policies on Market Value of Firms? A Comparative Study of China and Pakistan”. *International Journal of Financial Engineering*, 5(1), 1 - 22.
- Kandır, S. Y. ve Yakar, S. (2017). “Yeşil Tahvil Piyasaları: Türkiye’de Yeşil Tahvil Piyasasının Geliştirilebilmesi İçin Öneriler”. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26(2), 159 – 175.
- Kandil, İ. E. (2009). *Halka İlk Hisse Senedi Arzı ve Dönemsel Hisse Senedi Arzının Yatırımcı Açısından Analizi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Şanlıurfa. Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kanıbir, H. (2004). “Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entellektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları”. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(3), 77 – 85.
- KAP (2019a). Kamuoyunu Aydınlatma Platformu, BIST Şirketleri. <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).
- KAP (2019b). Kamuoyunu Aydınlatma Platformu, BIST Sektörler. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).
- KAP (2019c). Kamuoyunu Aydınlatma Platformu, Endeksler. <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>, (Erişim Tarihi: 20.12.2019).

- Kar, A., Özer, Ö., Şantaş, F. ve Budak, F. (2012). “Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama”. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 1 – 9.
- Karadeveci Z. B. (2004). *Kriz Ortamında Turizm İşletmelerinde Risk Yönetimi ve Finansal Kararlar*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karahan, G. (2011). *Firma Piyasa Değerinin Belirlenmesinde EVA ve Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karakuş, R. (2012). *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Çankırı: Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karan, M. B., Doğukanlı, H., Aras, G. ve Korokmaz, T. (2016). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi AÖF Yayınları, No: 1578.
- Karapınar, A. ve Zaif, F. (2009). *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Uyumlu Finansal Analiz*. (1. Baskı), Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2014). “Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BIST 100 şirketlerinde Bir Araştırma”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), 75 - 88.
- Kartal, M. T. (2017). *Finansal Yönetim*. (Onsekizinci bölüm). *Kar Dağıtım Politikası*. (Editör: A. Gündoğdu), Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Kaya, B. (2007). *İşletmelerde Nakit Yönetimi ve Bursa'daki Sanayi ve Ticaret Şirketlerine Yönelik Bir Araştırma*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kayahan, C. ve Topal, Y. (2009). “Tarihsel Riske Maruz Değer (RMD) Finansal Riskleri Açıklamada Yeterli midir?”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 179 - 198.

- Kayalı, C., Yereli, A. N. ve Ada, Ş. (2007). “Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma”. *Yönetim ve Ekonomi*, 14(1), 67 – 90.
- Kaymakçı, C. (1991). *Genel Olarak Orta Vadeli Krediler ve İMKB’ye Kayıtlı Kimya Sektörü Firmalarının Orta ve Uzun Vadeli Kredileri*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kendirli, S., Akgün, Z. ve Özçetin, N. (2015). “The Measurement of Intellectual Capital and The Effects on Firm Value: An Application in Cement Industry”. *Journal of Economics, Finance and Accounting – (JEFA)*, 2(4), 533 – 545.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W. and Scott, D. F. (2005). *Financial Management, Principles and Applications*. (Tenth Edition), New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Kılıç, Y. (2017). *Onikinci Bölüm Özkaynak ile Finansman. Finansal Yönetim: Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler*. (Edition: 1), Editor: Aysel Gündoğdu, Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Kırlıoğlu, H. ve Bağdat, A. (2016). “Maddi Duran Varlıklar Standardı ve Muhasebeleştirilmesi”. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICAFR 16 Özel Sayısı, 615 – 627.
- Kırmızıtaş, T. (2016). *6361 Sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu’na Göre Finansal Kiralama Sözleşmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kıyılar, M. (1997). “İşletmeler Kâr Payı Politikası ve Firma Değeri Açısından Öneme İlişkin İMKB’de İşlem Gören Şirketlere Yönelik Bir Araştırma”. *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 26(2), 121 - 154.
- Koca, C. (2010). *Finans Yönetimi Factoring, Leasing ve Forfaiting*. İstanbul: Etap Yayınevi.
- Koç, İ. C. (2000). “İzmir İktisat Kongresi'nin Türk Ekonomisinin Oluşumuna Etkileri”. *Atatürk Dergisi*, 3(1), 145 – 167.

- Koçiyit, S. (2014). Finansman Tarihi ve Gelişimi. York üniversitesi, İşletme Bölümü. https://www.academia.edu/8638586/Finansman_Tarihi_ve_Geli%C5%9Fimi, (Erişim Tarihi: 09.12.2019).
- Kopar, M. ve Yolun, M. (2012). “18. ve 19. Yüzyıllarda Osmanlı Borçlar Tarihine Bir Bakış”. *History Studies*, 4(1), 335 – 358.
- Korkmaz, Ö. ve Dilmaç, M. (2018). “Firma Piyasa Değerini Etkileyen Finansal Faktörler: Banka ve Sigorta İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 16(2), 179 – 201.
- Kumar, B. R. (2015). “Determinants of Value Creation: An Empirical Examination from UAE Market”. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 75 - 85.
- Küçük, S. (2011). *Değerleme ve Dönemsonu İşlemleri*. (1. Baskı). Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Kürthy, G., Varga, J., Pesuth, T., Vidovics-Dancs, A., Gelányi, I., Sebestyén, G., Boros, E., Sztanó, G. & Varga, E. (2018). Basics of Finance. Corvinus University of Budapest Department of Finance, <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3842/1/pfi-briefings.pdf>, (Erişim Tarihi: 09.12.2019).
- Laghari, A. (2017). The Impact of the Operating Leverage and Financial Leverage on the Firm’s Value: Empirical Evidence from Pakistan (July 17, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3421416> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3421416>
- Lamba, M. (2014). “Karar Vermeyi Etkileyen Yapısal Faktörler Bakımından Yönetim ve Organizasyon Teorilerinin İncelenmesi”. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(27), 8 - 18.
- Lee, C. F. and Lee, A. C. (2006). *Encyclopedia of Finance*. Springer Science Business Inc.
- Levin, A., Lin, C.F. and Chu, C.S.J. (2002). “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties”. *Journal of Econometrics*, Sayı: 108, 1-24.

- Lintner, J. (1962). "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations". *The Review of Economics and Statistics*, Sayı: 64, 243 - 269.
- Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. (1979). "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices". *Journal of Financial Economics*, Sayı: 7, 163 - 195.
- Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. (1982). "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?", *Journal of Finance*, Sayı: 37, 429 - 443.
- Madura, J. (2009). *Financial Markets and Institutions*. South-Western Educational Publishing.
- Malmendier, U. ve Tate, G. (2008). "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction". *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20 - 43.
- Mandacı, P. E. (2009). "Testing Capital Structure Models for Turkish Non-Financial Firms: The Analysis of Firm Specific Financial Factors and Agency Variables". *Investment Management and Financial Innovations*, 6(1), 231 - 241.
- Marko, M. (2013). *Finansal Kararların İncelenmesi: Arnavutluk' taki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Masun, M. A. (2017). "Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği". *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(1), 213 – 222.
- Mehta, D. (1974). *Working Capital Management*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261 – 297.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963). "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review*, 53(3), 433 – 443.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1966). "Some Estimates of The Cost of Capital to The Electric Utility Industry 1954 – 1957". *The American Economic Review*, 56(3), 331 – 391.

- Moyer, R. C., McGuian, J. R., Rao R. & Kretlow, W. J. (2012). *Contemporary Financial Management*. (Twelfth Edition), South-Western: Cengage Learning.
- Muchtar, D., Nor, F. M., Albra, W. Arifai, M. and Ahmar, A. S. (2018). “Dynamic Performance of Indonesian Public Companies: An Analysis of Financial Decision Behavior”. *Cogent Economics & Finance*, 6, 1 – 14.
- 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.
- Mykarios (2019). Financial Policies and Practices. <http://mykairos.org/docs/kpmi/fpp.pdf>, (Erişim Tarihi: 03.12.2019).
- Ng, S. H., Ye, C., Ong, T. S. and Teh, B. H. (2017). “The Impact of Working Capital Management on Firm’s Profitability: Evidence from Malaysian Listed Manufacturing Firms”. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 662 – 670.
- Niepelt, D. (2014). Financial Policy. Study Center Gerzensee; University of Bern; IIES, Stockholm University, <http://www.fpr.se/download/18.7841e2a2145d5672688a2738/1410181418930/Underlagsrapport%202014-2%20Niepelt.pdf>, (Erişim Tarihi: 01.12.2019).
- Ocak, M. ve Fındık, D. (2019). “The Impact of Intangible Assets and Sub-Components of Intangible Assets on Sustainable Growth and Firm Value: Evidence from Turkish Listed Firms”. *Sustainability*, Sayı: 11, 1 – 23.
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim* (3.Baskı), Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Osmanlı Menkul Kıymet (2019). Tahvil ve Bono Yatırımı. https://www.osmanlimenkul.com.tr/uploaded_files/file/pdf/tahvilve_bono.pdf, (Erişim Tarihi: 03.12.2019).
- Öz, Y. ve Güngör, B. (2006). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi. <https://pdfs.semanticscholar.org/610f/8746869d1116bb8a7c56cef135d6efedebaa.pdf>, (Erişim Tarihi: 21.12.2019).

- Özaltın, O. (2006). *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, Z. (2005). “Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2), 194 – 224.
- Özdemir, F. S. ve Arslan, S. (2007). “Enflasyon Muhasebesinde Kullanılan Yöntemlerin Karşılaştırmalı Analizi”. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, Sayı: 2, 87 - 103.
- Özsoylu, A. F. ve Algan, N. (2011) *Dünya Ekonomisinin Yeni Aktörleri BRIC*. (1. Baskı), Adana: Karahan Yayınları.
- Palu, A. (2010). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Belge ve Arşiv Yönetimi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi, Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü.
- Pamukçu, A. B. (1999). *Finans Yönetimi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Pandey, I.M. (1984). “Financing Decision”. *Economic and Political Weekly*, 19(8), 28 – 31.
- Parasız, İ. (1990). “Leasing, Factoring, Forfaiting ve Karşılıklı Ticaret”. *Tekstil ve Makine Dergisi*, 4(19), 26 – 35.
- Patil, B. (2013). What is Market Segmentation? <https://www.slideshare.net/BabasabPatil>, (Erişim Tarihi: 04.12.2019).
- Peker, İ. ve Kılıçer, E. (2018). “Bir Vergi Planlaması Aracı Larak Amortisman Uygulaması”. *Vergi Raporu*, Sayı: 227, 127-138.
- Pekkaya, M. (2006). “Kâr Pay Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi, İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 183 – 209.
- Pike, R. & Neale, B. (2006). *Corporate Finance and Investment, Decision and Strategies*. (Fifth Edition), Prentice Hall.

- Poyraz, E. (2008). “Büyük Ölçekli Otel İşletmelerinin Orta ve Uzun Vadeli Fon Temini Sorunu ve Sermaye Piyasalarına Açılma Eğiliminin Analizi İçin Yönetici Tutumlarının Araştırılması”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 37, 142 - 152.
- QNB (2019). Londra Borsası. <https://www.qnbf.com/londra-borsasi>, (Erişim Tarihi: 08.12.2019).
- Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995). “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data”. *The Journal Of Finance*, 50(5), 1421 - 1460.
- Reis, L. (2012). *Dictionary of Financial and Business Terms*, Consultaoria & Linguas: Published in or by.
- Roberts, J. L. (1998). *A Glossary of Technical Terms on the Economics and Finance of Health Services*. Copenhagen: World Health Organization, Regional Office for Europe.
- Sak, C. S., Islam, M. A., Ahmad, T. S. T., Ghazalat, A. N. M. (2019). “The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia”. *International Journal of Economics and Finance*, 11(3), 127 – 135.
- Saraç, B. (2018). *Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi İşletme (Uzaktan Eğitim) Kitabı.
- Sarıaslan, A. S. (2003). *Sermaye Bütçelemesinde Risk Analizi Yöntemleri ve Değerlendirilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Saygın, N. (2017). Finans Nedir? <https://www.finanskurs.net/finans/finans-nedir.html>, (Erişim Tarihi: 09.12.2019).
- Selvi, Y. ve Ercan, M. (2018). “BOBİ FRS Kapsamında “Stoklar” ”. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi*, 16(59), 47 – 57.
- Sevinç, F. (2003). *12 Numaralı Uluslararası Muhasebe Standardı ve Diğer Ülkelerdeki Uygulamaları Çerçevesinde Ertelenmiş Vergi ve Finansal Tablolara Yansımaları*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

- Sevüktekin, M ve Çınar, M. (2014). *Ekonometrik Zaman Serisi Analizi. Eviews Uygulamalı*. (4. Baskı). Bursa: Dora Yayınevi.
- Shao, X., Wang, L. (2013). “Manager’s Irrational Behavior in Corporate Capital Investment Decision-Making”. *International Journal of Economics, Finance and Management*, 3(4), 183 - 193.
- Shefrin, H. (2007, June). “Behavioral Finance: Biases, Ortalama-Variance Returns, and Risk Premiums”. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24(2), 4 - 12.
- Shih, N. (2013). “How Intangible Dynamics Influence Firm Value”. *Journal of Mathematical Finance*, 3(2), 323 - 328,
- Stiglitz J. (1969). “A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem”. *Review of Economics and Statistics*, 59(5), 784 – 793.
- Sualehkhattak, M. and Hussain, M. C. H. (2017). “Do Growth Opportunities Influence the Relationship of Capital Structure, Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value: Empirical Evidence of KSE?”, *Journal of Accounting & Marketing*, 6(1), 1 - 11.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E. and Kartika, A. (2012). “The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange”. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30 – 40.
- Sümer Göğüş, H., Aksoy Hazır, Ç. ve Yüksel, G. (2019). “Sermaye Yapısı Oranları ve Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması”. 23. *Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, 197 – 209.
- Sütekin, F. (1993). *Kar Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şahin, E. (2010). *Uluslararası Muhasebe Standartları Çerçevesinde Oluşturulan TMS-16, TMS-36, TMS-38 Muhasebe Standartlarının Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Karşılaştırılması ve Çorum’da Bir Sanayi İşletmesi Örneği*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Çorum: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Şehirli, K. (2015). İstatistik-II. Korelasyon ve Regresyon. http://kisi.deu.edu.tr/kemal.sehirli/korelasyon_regresyon.pdf, (Erişim Tarihi: 12.05.2020).
- Şenay, L. (2011). Regresyon ve Korelasyon Analizi. <http://kisi.deu.edu.tr/levent.senyay/istatistik%20II/11%20regresyon.pdf>, (Erişim Tarihi: 12.05.2020).
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2003). “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”. *Ege Akademik Bakış*, 3(1), 1 – 7.
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2005). “Finansal Danışmanlık: İşletme Düzeyindeki Sorunların Çözümüne Doğru Bütüncül Bir Yaklaşım”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)*, Sayı: 25, 30 – 40.
- Tarı, R. (2012). *Ekonometri*. (8. Baskı). Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- TDK (2019). *Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük*. <https://sozluk.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 10.11.2019).
- Tekin, B. (2016). “Firmaların Finansman Kararları: Davranışsal Perspektif”. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 169 – 198.
- Tekin, B. (2018). “Bilişsel Önyargı ve Hevristik Bağlamında Finansın İnsani Boyutu Olarak “Davranışsal Finans”: Bir Literatür İncelemesi ve Derleme Çalışması”. *Journal of Human Studies*, 1(2), 131 – 156.
- Temiz, H. ve İpci, M. Ö. (2018). “Kâr Yönetimi ve Firma Yatırımları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: BIST İmalat Sektörü Örneği”. *Ege Akademik Bakış*, 18(3), 409 – 421.
- The Economist (2019). Economics A-Z terms beginning with F. <https://www.economist.com/economics-a-to-z/f#node-21529568>, (Erişim Tarihi: 09.12.2019).
- Tirani, N. and Tarmidi, D. (2019). “Firm Value: Impact of Investment Decisions, Funding Decisions and Dividend Policies”. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 158 – 163.

- Topla, M. (2010). *Amortismanların Türk Vergi Sistemindeki Yeri*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Toppr (2015). Business Functions Financial Management. <https://www.toppr.com/guides/business-environment/business-functions/financial-management/>, (Erişim Tarihi: 08.12.2019).
- Toroslu, M. V. (2014). *Hukuksal ve Finansal Açıdan Factoring*, (4. Baskı), İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- TSB (2019). Aracı Kurumlar. Gösterge, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2019/02/G%C3%B6sterge_K%C4%B1%C5%9F_2019.pdf, (Erişim Tarihi: 08.12.2019).
- Tunç, B. (2012). *Kredi Hacmini Etkileyen Faktörler: Banka Kredileri Eğilim Anketi Analizi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Tuna, K. (2009). *Finansal Risk Yönetimi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sigorta Acenteliği Eğitim Programı.
- Turan Kurtaran, A. (2016). “Finansal Kiralamanın Küçük ve Orta Ölçekli İmalat İşletmelerinin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”. *UIİİD-İJEAS*, Sayı: 17, 1 – 24.
- Turan, İ. E. ve Ergin, E. (2017). “Muhasebe Denetiminde Nesnelerin İnterneti: Stok Döngüsü”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, 13 – 30.
- Tükenmez, M. (2016). Fon Kaynakları. <https://alonot.com/wp-content/uploads/2016/09/Fon-Kaynaklar%C4%B1-slayt-notlar-pdf-indir.ppt>, (Erişim Tarihi: 13.12.2019).
- Türk Dil Kurumu (2019). *Güncel Türkçe Sözlük*. Değer. <https://sozluk.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 14.12.2019).
- UFRS Türk (2013). TMS 16 Maddi Duran Varlıklar SMMM Staja Başlama Özeti. <https://ufrsturk.wordpress.com/tag/isletmeye-ozgu-deger/>, (Erişim Tarihi: 17.12.2019).

- Usta, Ö. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. (2. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Uzun, E. (2008). *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim*. Muğla: Birleşik Matbaacılık.
- Ünal, S. ve Akbey, F. (2016). “Firma Büyüklüğü ve Piyasa Değeri / Defter Değeri Anomalilerinin Birlikte İncelenmesi: Borsa İstanbul”. *CBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 257 - 282.
- Van Horne, J. C. (1990). *Financial Management and Policy*. (Eight Edition). New York: Prentice-Hall.
- Varlık, Batu (2017). *Borsa İstanbul’da (BİST) Hisse Senedi Fiyatlarının Spektral Analizi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Villalonga, B. (2014). *Introduction: Corporate Finance and Strategy*. Emerald Group Publishing Limited.
- Walker, E. W. & Pettit, J. W. (1978). *Financial Management of the Small Firm*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc.
- Wall, A., Kirk, R. and Martin, G. (2003). *Intellectual Capital Measuring the Immeasurable*. Elsevier: CIMA Publishing .
- Welch, E. (2003). “The Relation between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies”. *Australian Journal of Management*, 28(3), 287 - 305.
- Weston, F. & Brigham, E. (1975). *Essentials of Managerial Finance*. New York: Holt Rinehart and Winston Inc.
- Wooldridge, J.M. (2013). *Ekonometriye Giriş*. 4. Basımdan Çeviri. (Çeviren: Ebru Çağlayan), İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık .
- Yavaş, H. (2007). *1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yazıcı, A. (2011). *Perakendecilikte Özel Marka Kullanımı ve Uygulamaları*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Yelgen, E. ve Uyar, S. (2016). "İşletmelerde Değeri Etkileyen Faktörler". *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 8(4), 52 – 70.
- Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). "Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 75 - 98.
- Yenice, S. (2001). *Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği ile Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB'de Test Edilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yeni Şafak (2007). Bankalar Neden Batmıştı? <https://www.yenisafak.com/politika/bankalar-neden-batmisti-66580>, (Erişim Tarihi: 21.12.2019).
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi. Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınevi,.
- Yıldırım, B. D. (2009). *Piyasa Likiditesinin Ölçümü ve Analizi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Yıldız, F. (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yılmaz, H. (2017). "Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Firma Performansına Etkisi: Ampirik Bir Analiz". *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(53), 826 – 838.
- Yılmaz, S. (2017). İşletmelerde Otofinsman. <http://www.ticarihayat.com.tr/yazar/ISLETMELERDE-OTOFINANSMAN/726/>, (Erişim Tarihi: 08.12.2019).
- Yılmaz Genç, S. ve Kadah, H. (2018). "Oyun Teorisi ve Nash'in Denge Stratejisi". *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14, 419 – 440.
- Yiğiter, Ş. Y. ve Akkaynak, B. (2017). "Modern Portföy Teorisi: Alternatif Yatırım Araçları ile Bir Uygulama". *KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 285 – 300.

- Yörük N. ve Erdem, M. S. (2008). “Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İMKB’de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi”. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 22(2), 397 – 413.
- Yurttadur, M. (2009). *KOBİ’lerde Sermaye Yapısı ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücesoy, U. (2014). *Firmaların Finansal Kararlarında Uyguladıkları Finansal Karar Yöntemleri ve Karar Ağacı Uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yükçü, S. vd. (1999). *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre: Finansal Yönetim*. İzmir: Vizyon Yayınları.
- Zengin, Y. ve Ağ, A. (2016). “KOBİ’lerdeki Başarıyı Etkileyen Finansman Sorunu: Neden mi? Sonuç mu? Literatür Taraması Sonucu Bir Değerlendirme”. *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 54, 227 – 241.
- Yurttadur, M. (2009). *KOBİ’lerde Sermaye Yapısı ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücesoy, U. (2014). *Firmaların Finansal Kararlarında Uyguladıkları Finansal Karar Yöntemleri ve Karar Ağacı Uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Zengin, Y. ve Ağ, A. (2016). “KOBİ’lerdeki Başarıyı Etkileyen Finansman Sorunu: Neden mi? Sonuç mu? Literatür Taraması Sonucu Bir Değerlendirme”. *Akademik Bakış Dergisi*, 54, 227 – 241.

EKLER

EK 1. Analize Dâhil Edilen Firmaların Listesi

Sıra	Firma	Sıra	Firma	Sıra	Firma
1	Acıpayam Selüloz	31	Coca Cola İçecek	61	Pınar Et Ve Un
2	Adana Çimento (A)	32	Çelik Halat	62	Pınar Süt
3	Adana Çimento (B)	33	Çemtaş	63	Royal Halı
4	Adana Çimento (C)	34	Çimsa	64	Sarkuysan
5	Adel Kalemcilik	35	Demisaş Döküm	65	Sasa Polyester
6	Akçansa	36	Ditaş Doğan	66	Silverline Endüstri
7	Aksa	37	Doğan Burda	67	Soda Sanayii
8	Alarko Carrier	38	Döktaş Dökümcülük	68	Söktaş
9	Alkim Kağıt	39	Ege Endüstri	69	Sönmez Pamuklu
10	Alkim Kimya	40	Ege Gübre	70	T.Tuborg
11	Anadolu Cam	41	Ege Profil	71	Tat Gıda
12	Anadolu Efes	42	Ege Seramik	72	aş Oto. Fab.
13	Anadolu Isuzu	43	Erbosan	73	Tofaş
14	Arçelik	44	Ereğli Demir Çelik	74	Trakya Cam
15	Aslan Çimento	45	Ford Otosan	75	Tümosan Motor ve Traktör
16	yes Çelik Hasır Ve Çit	46	Gentaş	76	Tüpraş
17	Aygaz	47	Good-Year	77	Türk Prysmian Kablo
18	Bagfaş	48	Göлтаş Çimento	78	Türk Traktör
19	Bak Ambalaj	49	Gübre Fabrik.	79	Ülker Bisküvi
20	Baştaş Başkent Çimento	50	Hektaş	80	Ünye Çimento
21	Batı Çimento	51	Jantsa Jant Sanayi	81	Vestel Beyaz Eşya
22	Batisöke Çimento	52	Kardemir (D)	82	Yünsa
23	Berkosan Yalıtım	53	Kartonsan		
24	Bilici Yatırım	54	Konya Çimento		
25	Bolu Çimento	55	Kordsa Teknik Tekstil		
26	Borusan Mannesmann	56	Kütahya Porselen		
27	Bosch Fren Sistemleri	57	Mardin Çimento		
28	Bossa	58	Nuh Çimento		
29	Brisa	59	Otokar		
30	Bursa Çimento	60	Petkim		

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	Mehdi MİRHAJİ
Doğum Yeri ve Tarihi	İRAN – 25.04.1985
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Peyam Noor Üniversitesi - İRAN
Y. Lisans Öğrenimi	Azad-e İslami SANANDAJ - İRAN
Bildiği Yabancı Diller	1. İngilizce 2. Farsça 3. Türkçe
Bilimsel Faaliyetleri	1. Finansal Piyasalarda Yatırımcılık 2. Borsa İstanbul'da Yatırım Fırsatlarını Değerlendirme Analizi
İş Deneyimi	
Stajlar	Azerkoom Limited Şirketi - İRAN
Projeler	Shahddane Khoy Projesi - İRAN
Çalıştığı Kurumlar	1. Yıldız Krom Limited Şirketi 2. Akay Turizm Anonim Şirketi 3. Arazlar Group Anonim Şirketi
İletişim	
E-Posta Adresi	mehdi.mirhaji.64@gmail.com
Tarih	22.12.2020