T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSI VE SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ÜRETİM FİRMALARINDA BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Yahya SAYMAN

Ankara-2012

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSI VE SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ÜRETİM FİRMALARINDA BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Yahya SAYMAN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara-2012

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSI VE SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ÜRETİM FİRMALARINDA BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı	**İmzası**
PROF.DR. ERCAN BAYAZITLI	.....
PROF.DR. GÜVEN SAYILGAN	.....
PROF.DR. HASAN ŞAHİN	.....
DOÇ.DR. KADİR GÜRDAL	.....
.DOÇ.DR. YASEMİN KESKİN BENLİ	.....



Tez Sınavı Tarihi: 28.03.2012

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(…06…../….04…../…2012..)

Yahya SAYMAN



……

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER ..... **i**

TABLOLAR ..... **vii**

KISALTMALAR ..... **viii**

GİRİŞ **1**

1 SERMAYE YAPISI **7**

1.1 Sermaye Yapısı Kavramı 7

1.2 Sermaye Yapısı Teorileri 10

1.2.1 Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar 11

1.2.2 Modigliani ve Miller Modeli 13

1.2.3 Miller Modeli 19

1.2.4 Ödünleşme (Trade-off) Teorisi 22

1.2.5 Finansman Hiyerarşisi Teorisi 29

1.2.6 Temsilcilik Sorunu Teorisi 39

1.2.7 Piyasa Zamanlaması Teorisi 51

1.2.8 Sinyal Teorisi 58

1.3 İşletmelerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler 61

1.4 Sermaye Yapısının Ölçülmesi 72

1.5 Sermaye Bileşenlerinin Maliyeti 73

2 SAHİPLİK YAPISI 75

2.1 Sahiplik Kavramı 75

2.2 Sermaye Sahipliği 76

2.3 Sermaye Yoğunluğu Kavramı 80

2.4 Sermaye Sahipliğinin Türleri 82

2.4.1 Aile İşletmeleri 83

2.4.2 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği 92

2.4.3 Yönetici Sahipliği 98

2.4.4 Çalışan Sahipliği 101

2.4.5 Kamu Sahipliği 102

2.4.6 Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği 107

2.5 Sermaye Sahipliğini Açıklayan Değişkenler 112

2.5.1 Birinci ve İkinci Büyük Ortak 113

2.5.2 Halka Açıklık Oranı 116

3 PERFORMANS ÖLÇÜMÜ 119

3.1 Performans Kavramı 119

3.2 Performans Değerleme 120

3.3 Performans Ölçme Nedenleri 123

3.4 Performans Ölçme Yöntemleri 124

3.4.1 Finansal Performans Ölçme Yöntemleri 126

3.4.2 Bütçe Temelli Performans Ölçme Yöntemleri 136

3.4.3 Finansal Olmayan Performans Ölçme Yöntemleri 142

3.5 Performans Yetersizliği ve Finansal Başarısızlıklar 143

3.5.1 Finansal Başarısızlık Aşamaları 144

3.5.2 Sermaye Yapısını Güçlendirmek için Alınacak Önlemler 145

3.5.3 Finansal Başarısızlığın Maliyeti 146

3.5.4 Finansal Başarısızlığın Tahmine Yönelik Çalışmalar 147

4 İŞLETME DEĞERİ 152

4.1 İşletme Kavramı ve İşletmenin Amacı 152

4.2 İşletme Değeri Kavramı 153

4.3 İşletme Değerinin Belirlenme Nedenleri 156

4.3.1 Birleşme veya Devralma Süreci 156

4.3.2 Halka Açılma Süreci 157

4.3.3 Yatırımcı Değer Analizleri 158

4.4 Değerlemeye İhtiyaç Duyan Taraflar 160

4.5 Değerleme Yöntemleri 161

4.5.1 Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi 164

4.5.2 Net Aktif Değeri Yöntemi 165

4.5.3 Yenileme Değeri 166

4.5.4 Göreceli Değerlendirme Yöntemi 166

4.5.5 İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi 171

4.5.6 Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) 176

4.5.7 Arbitraj Fiyatlama Modeli 179

4.5.8 Ekonomik Katma Değer Yöntemi 182

4.5.9 Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Değerleme 186

4.6 İşletme Değerini Etkileyen Faktörler 191

5 AMPİRİK UYGULAMA 193

5.1 Araştırmanın Konusu 195

5.2 Araştırmanın Amacı ve Kapsamı 195

5.3 Sahiplik ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki Üzerine Çalışmalar 196

5.4 Sahiplik Yapısı ile Performansı Arasındaki İlişki Üzerine Çalışmalar 206

5.5 Araştırmada Kullanılan Veri Seti ve Sınırlılıklar 209

5.6 Araştırma Modeli ve Hipotezler 211

5.7 Değişkenler ve Araştırma Yöntemi 212

5.7.1 Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler 212

5.7.2 Birim Kök Testleri 218

5.7.3 Araştırma Yönetimi 221

5.8 Ampirik Sonuçlar 222

5.8.1 Sahiplik Yapısı - Sermaye Yapısı Modeli Sonucu 222

5.8.2 Sahiplik Yapısı – İşletme Performansı Modeli Sonucu 229

5.8.3 Diğer Diagnostik Testler 234

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME 236

ÖZET 240

ABSTRACT 241

KAYNAKÇA 242

EKLER..... 286

Ek-1: Birim Kök Testi Sonuçları 286

Ek-2: 1. Denklem Regresyon Sonuçları..... 292

Ek-3: 2. Denklem Regresyon Sonuçları..... 293

Ek-4: 3. Denklem Regresyon Sonuçları..... 294

Ek-5: 4. Denklem Regresyon Sonuçları..... 295

Ek-6: 1. ve 2. Denklemler Hausman Testi Sonuçları..... 296

Ek-7: 3. ve 4. Denklemler Hausman Testi Sonuçları..... 296

Ek-8: 1. ve 2. Denklem için Durbin Watson ve LBI Testi Sonuçları 297

Ek-9: 3. ve 4. Denklem için Durbin Watson ve LBI Testi Sonuçları 298

Ek-10: 2. Denklem için Artık Testi Sonuçları 299

Ek-11: 4. Denklem için Artık Testi Sonuçları 300

Ek-12: 3. Denklem Nihai Çözüm..... 301

Ek-13: 4. Denklem Nihai Çözüm..... 302

Ek-14: 1. ve 2. Denklem için Değişen Varyans Analizi Sonuçları..... 303

Ek-15: 3. ve 4. Denklem için Değişen Varyans Analizi Sonuçları..... 303

Ek-16: Modelde Kullanılan İşletmelerin İsimleri 304

Ek-17: Modelden Çıkarılan İşletmelerin İsimleri 306

TABLOLAR

Tablo 5.1: Sahiplik ile Sermaye Yapısı Çalışmalarındaki Değişkenler 202

Tablo 5.2: Sahiplik ile Sermaye Yapısı Çalışmalarındaki Diğer Değişkenler 205

Tablo 5.3: Çalışmalarda Ulaşılan Sonuçların Özeti 206

Tablo 5.4: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Açıklamaları 216

Tablo 5.5: Tanımlayıcı İstatistikler 217

Tablo 5.6: Korelasyon Matrisi 217

Tablo 5.7: Birim Kök Testi Sonuçları 220

Tablo 5.8: Araştırmada Kullanılan Denklemler 222

Tablo 5.9: Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı: İlk Model 223

Tablo 5.10: Otokorelasyon Testleri Sonuçları 224

Tablo 5.11: Otokorelasyon Wald Testleri Sonuçları 225

Tablo 5.12: Değişen Varyans Testi Sonucu 226

Tablo 5.13: Hausman Testi Sonuçları 227

Tablo 5.14: Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı: Nihai Model 228

Tablo 5.15: Sahiplik Yapısı ile İşletme Performansı: İlk Model 229

Tablo 5.16: Otokorelasyon Testleri Sonuçları 230

Tablo 5.17: Otokorelasyon Wald Testleri Sonuçları 231

Tablo 5.18: Değişen Varyans Testi Sonucu 232

Tablo 5.19: Hausman Testi Sonuçları 232

Tablo 5.20: Sahiplik Yapısı ile İşletme Performansı: Nihai Model 234

Tablo 5.21: Çok Değişkenli Normallik Testi Sonuçları 235

KISALTMALAR

AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
APT	:	Arbitraj Fiyatlama Modeli
CAPM	:	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
EVA	:	Ekonomik Katma Değer Yöntemi
F/K	:	Fiyat/Kazanç Oranı
F/NA	:	Fiyat/Nakit Akım Oranı
F/NS	:	Fiyat/Satış Oranı
FVÖK	:	Faiz ve Vergi Öncesi Kar (Earnings before interest and taxes)
IMF	:	Uluslar arası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOBİ	:	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
M&M	:	Modigliani ve Miller'in 1958 tarihli makalesi
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
NAD	:	Nakit Akım Döngüsü
PD/DD	:	Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı
SNA	:	İşletmeye Yönelik Serbest Nakit Akımları
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKN	:	Sermaye Piyasası Kanunu
Tebliğ	:	Seri: VIII, No: 45 sayılı Uluslararası Değerleme Standartları Tebliği
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
UFRS	:	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

GİRİŞ

Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların bileşimini ifade eder. İşletme yöneticileri işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmek için gereksinim duydukları varlıklarını finanse ederken, alacakları finansman kararlarıyla bilançonun kaynak kısmını biçimlendirmekte; diğer bir ifadeyle, sermaye yapısını belirlemektedirler. Bilançonun varlıklar kısmında ise, vadesi gelen yükümlülüklerin karşılanması ve faaliyetlerin aksamadan sürdürülebilmesi için sermaye yapısının durumuna göre likit varlıklar bulundurulmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları risk (likidite riski ve faaliyet riski) ile değer (kâr) arasında bir denge kurmayı gerektirir.

1958 yılına kadar finans yöneticilerinin sermaye yapısı üzerinde odaklandıkları nokta her koşul için sabit optimum bir sermaye yapısına ulaşmakken, bu yılda Modigliani ve Miller (M&M) tarafından yapılan çalışma ile sermaye yapısı ile sermaye maliyeti, dolayısıyla işletme değeri, arasında bir ilişki olmadığı ortaya konulmuş ve dikkatler işletmenin riski üzerine çekilmiştir. Diğer bir deyişle, modern anlamda işletme finansı teorisi ilk olarak M&M'nin sermaye yapısı konusunda ortaya koydukları model ile başlamıştır. M&M'nin (1958) finans teorisinde yeni ufuklar açan bu modellerini takiben; işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmalarında etkili olan faktörler üzerinde çok sayıda araştırma yapmıştır.

Sermaye yapısını açıklayan teoriler, vurguladıkları faktöre göre çok değişik sonuçlara ulaşmaktadırlar. Ödünleşme teorisi (trade-off theory) vergilere, finansman

hiyerarşisi teorisi (pecking order theory) bilgi asimetrisine, M&M modeli etkin piyasalara ve son olarak temsilcilik teorisi (agency theory) ise temsilcilik maliyetlerine vurgu yapmaktadır. Daha açık bir ifade ile, ödünleşme teorisi, işletmelerin sermaye ilavesi yerine vergi tasarrufu etkisi nedeniyle yabancı kaynak ile finansman sağlama yoluna gitmesini; finansman hiyerarşisi teorisi işletmelerin öncelikle dağıtılmayan karlar ve aktiflerin satılması gibi iç kaynaklar ile finansman sağlanmasını önermektedir. Bununla birlikte temsilcilik teorisi ise kaynağını işletmedeki çıkar grupları (stakeholders) arasındaki çatışmalarından almaktadır. İlk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada değinilen temsilcilik sorunu teorisine göre işletmeler, optimal sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak ve yeni hisse senedi ihracıyla elde edilecek kaynağın temsilcilik maliyetlerini minimize eden noktayı bulmaya çalışmaktadırlar.

Ortaklık yapısından; dar anlamda özkaynakların ortaklara oransal dağılımı anlaşılırken, geniş anlamda; hissedarların niteliksel özellikleri (aile işletmesi mi kurumsal yatırımcılar tarafından mı yönetiliyor), hissedarların yönetimle olan ilişkisi ve hissedarların işletme kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıkları anlaşılmalıdır. Ortaklık yapısı türleri ise; aile işletmeleri, geniş tabanlı katılımcıların olduğu ortaklık yapısı, kurumsal yatırımcıların olduğu ortaklık yapısı, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği ve işçi sahipliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yatırımcılar genellikle yatırım bankaları olmakla birlikte, temel olarak diğer işletmeleri kendi aktif büyüklüğü içinde toplayan finansal kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Performans kavramı genel olarak, daha önceden çeşitli yöntemlerle belirlenen hedeflerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin analiz edilmesidir. Söz konusu hedefler standartlar olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile performans, planlanan hedefe ve belirlenen standartlara ulaşılıp ulaşılamadığının nitel veya nicel yöntemlerle tespit edilmesi sürecidir. İşletmeler için performans, amaçların gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğini gösteren çabalar bütünüdür.

İşletmeler genel olarak kar elde etme, topluma hizmet etme ve yaşamlarını devam ettirme amaçlarıyla kurulan ve üretim faktörlerini planlı ve sistemli bir şekilde bir araya getirerek ürün veya hizmet üretimi gerçekleştiren birimlerdir.

Değer kavramı, satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmetin alıcıları ve satıcıları tarafından sonuçlandırılması muhtemel tutarını ifade etmekte olup, genel olarak mal veya hizmet için alıcılar veya satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal veya hayali fiyatı göstermektedir. Bu nedenle, değer bir gerçeklik değil, belirli bir zaman zarfında satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmet için ödenmesi olası bir fiyatın zihinlerde oluşturduğu parasal ifadedir. Sermaye piyasalarında etkinliğin ve ayrıca yatırımcı ortamındaki güvenin artması için piyasalarda işletmelerin değerinin doğru, gerçeği tam olarak yansıtan ve net olarak ifade edilebilmesi gerekmektedir.

İşletmelerin temel amaçlarının karlılığın sağlanmasından hisse senetlerinin değerinin en çoklaştırılmasına dönüşmesiyle birlikte işletmelerin değer kavramına verdikleri önem artmıştır. İşletme değerinin belirlenmesi genellikle organize bir

piyasada işlem görmeyen işletmeler için önem taşımaktadır. Zira organize bir piyasada işlem gören işletmelerin değeri piyasada an be an oluşmaktadır. Bununla birlikte, bir işletme organize bir piyasada işlem gördüğü durumda gerçekleşmiş bir değeri bulunmakla birlikte gerçekleşmiş değeri gerçek değerinden farklı da olabilmektedir. Diğer bir ifade ile işletmelerin gerçek değerleri piyasaya tam olarak yansıyamayabilecektir.

İşletmelerin sahiplik yapısı, hissedarların yapısı ve sayısı tarafından belirlenmektedir. Sahiplik yapısının derinliği diğer bir ifade ile ortak sayısı işletmeden işletmeye çeşitlilik arz etmektedir. Ortak sayısının yüksek olması sahipliğin tabana yayıldığını ifade etmekte olup, bu durum finansal piyasaların temel amacından birisidir. Artan iletişim gücüyle beraber işletmelerin sahiplik yapısı özellikle gelişen piyasalarla birlikte çok çeşitlilik arz etmektedir. Bununla birlikte, finansman kararları pek çok faktörden etkilenmekle beraber, işletmenin genel politiklarını da önemli ölçüde etkilemektedir. Sermaye yapısının belirlenmesi işletmeler için; yatırım, üretim, pazarlama ve kar dağıtım politikası gibi temel karar alanlarından birisini oluşturmaktadır. Bu çalışmada, sahiplik yapısının çeşitliliğinin işletme performansı üzerinde olumlu bir etkisi olup olmadığı ve finansman kararları üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmaktadır. Diğer bir ifade ile bu tez çalışmasında, işletmelerin sahiplerinin çeşitliliği ve sayısı, halka açık olup olmayışı gibi işletmenin ortaklık yapısını ilgilendiren koşulların, işletme performansı üzerinde olumlu bir etkisi olup olmadığı ve finansman kararlarının bu unsurlardan etkilenip etkilenmediğinin ampirik bir model ile belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Sahiplik yapısı, 1932 yılında Berle ve Means tarafından yazılan "The Modern Corparation and Private Property" (Modern Şirket ve Özel Mülkiyet) isimli kitaptan bu yana literatürde önemli tartışma konulardan bir tanesi olagelmiştir. Ayrıca sahiplik yapısı kavramının, 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından yazılan "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" (Firma Teorisi: Yönetimsel Davranış, Vekalet Maliyetleri ve Mülkiyet Yapısı) isimli makalesiyle birlikte önemi artmıştır. Özellikle sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki pek çok araştırmacı tarafından merak edilip teori genişletilmiştir. Bununla birlikte sahiplik yapısının finansman kararlarına olan etkisi literatürde inceleme alanı bulamamuıştır.

Sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkilerinin araştırıldığı bu çalışmada iki ana bölüm oluşturulmuştur. Buna göre ilk bölümde sermaye yapısı, sahiplik yapısı, işletme performansı ve işletme değeri kavramları literatürdeki genel teoriler ve uygulamalar açısından ele alınmıştır. Bu kapsamda öncelikle sermaye yapısı kısmında; sermaye yapısı kavramı ve sermaye yapısı teorileri değerlendirilmiştir. Sermaye yapısı teorileri; klasik yaklaşımlar, M&M Modeli, Miller Modeli, Ödünleşme Teorisi, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, Temsilcilik Sorunu Teorisi, Piyasa Zamanlaması Teorisi ve Sinyal Teorisi başlıkları altında incelenmiştir. Ardından işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler ele alınmış, sermaye bileşenlerinin ve sermaye maliyetinin ölçümüne değinilmiştir.

Sahiplik yapısı kısmında ise, öncelikle sahiplik kavramı ele alınmış olup, sermaye sahipliği ve sermaye yoğunluğu hakkında açıklamalar yapılmıştır. Bu

kısımda yine sermaye sahipliği türleri ile sermaye sahipliğini açıklayan değişkenler ele alınmıştır. Diğer taraftan bu tez çalışmasının uygulama kısımlarından bir ayağını oluşturan performans ve işletme değeri kavramları için iki kısım ayrılmıştır. Bu kısımlardan ilkinde; performans kavramı, performans değerleme kavramı, performans ölçme nedenleri ve yöntemleri ile performans yetersizliği ve finansal başarısızlıklar üzerinde durulmuştur. İkinci kısımda ise işletme değeri kavramı, işletme değerini belirleme nedenleri, değerleme yöntemleri ve işletme değerini etkileyen faktörler hakkında detaylı bilgi verilmiştir.

Sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkilerinin uygulamalı analizinin yapıldığı ikinci bölümde ise, ampirik bir çalışma yapılarak bir regresyon modeli oluşturulmuştur. Bu kapsamda öncelikle; araştırma konusu ile birlikte araştırmanın amacı ve kapsamı kısaca açıklanmıştır. Bunu takiben sahiplik yapısı ve işletme performansı ile sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkilerin araştırıldığı literatür çalışmaları üzerinde durulmuş ve bu araştırmaların sonuçları ve araştırmalarda kullanılan değişkenler değerlendirilmiştir. Bu bölümde ayrıca; araştırmada kullanılan veriler, araştırma sınırlılıkları, araştırma modeli ve hipotezleri ve değişkenler ile araştırma yöntemi detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Bu kapsamda regresyon modeli ile ilgili olarak tüm güven testleri yapılmıştır. Bölüm sonucunda ampirik sonuçlara göre modelde düzeltmelere gidilmiş ve model yorumlanabilir hale getirilmiş ve sonuçlar analitik olarak değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI, SAHİPLİK YAPISI, İŞLETME PERFORMANSI VE İŞLETME DEĞERİ ÜZERİNE LÜTERATÜR DEĞERLENDİRMELERİ

1 SERMAYE YAPISI

1.1 Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarını finanse etmede kullanacakları kaynakların bileşiminin ifadesidir. İşletmeler değerlerini arttıracak yatırımlarını finanse etmek için özkaynaklarını kullanabilecekleri gibi yabancı kaynakla finansman sağlanmanın işletmeye sağlayacağı vergi tasarrufu etkisinden yararlanmak suretiyle yabancı kaynakları da kullanabileceklerdir.

Özkaynak ile yapılabilecek finansman alternatifi yerine ödedikleri faiz ödemelerini gider olarak muhasebeleştirip daha az vergi vermek suretiyle yabancı kaynağın kaldıraç etkisinden yararlanabileceklerdir. Bu durum belirli bir düzeye kadar işletmeye fayda sağlayacak ancak bu düzeyden sonra işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için çeşitli engeller oluşturacaktır. Kısaca Geleneksel Yaklaşım olarak adlandırılan bu anlayışa göre işletmeler için optimum bir sermaye bileşimi

bulunmaktadır. İşletmeler bu bileşime ulaştıklarında sermaye maliyetini minimum seviyeye indirip değerlerini en çoklaştırabileceklerdir (Schwartz, 1959).

Sermaye yapısı kararları verilirken iki noktaya dikkat etmek gerekmektedir (Brealey et al, 1998: 9). Bunlar (1) kaynak bileşimi ve (2) finansman biçimidir. İşletmenin finansman yapısı veya kaynak bileşiminin ne olacağı önem arz etmektedir. Toplam yabancı kaynaklarının toplam özkaynaklara oranına göre işlemenin yabancı kaynak ağırlıklı finansman politikasını mı, özkaynak ağırlıklı finansman politikasını mı tercih ettiği anlaşılabilmektedir. Belirlenen finansman politikasının hangi araçlar ile uygulanacağı diğer bir önemli unsurdur. Örneğin yabancı kaynak ağırlıklı bir finansman politikası tercih edilmişse kısa vadeli mi, uzun vadeli mi finansman sağlanılacağı önemli olacaktır. Finans yöneticileri, kullanacakları kaynakların nerelerden ve hangi tutarlarda elde edileceğini diğer bir ifade ile finansman politikalarını belirlemelidirler.

İşletmelerin bilançoları bir terazi gibi düşünülebilmektedir. İşletmeler faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaç duydukları varlıklarını finanse ederken alacakları finansman kararı ile bilançonun kaynak kısmını biçimlendirmekte diğer bir ifade ile sermaye yapısını belirlemektedirler. Bilançonun varlık kısmında ise işletmeler, vadesi gelen yükümlülüklerini karşılamak ve faaliyetlerini aksamadan sürdürebilmek için sermaye yapısının özelliğine göre likit varlıklar bulundurmaktadırlar. Dolayısıyla işletmelerin sermaye yapısı kararı işletmelerin likidite durumunu etkilemektedir. Ayrıca, işletmelerin likidite durumları, beklentileri ve tercihleri sermaye yapısını etkilemektedir. Sermaye yapısı politikası risk ve kar

arasında bir denge kurmayı kapsamaktadır. Fazla yabancı kaynak kullanımı işletmenin nakit akımlarının riskliliğini yükseltmekte ancak daha yüksek bir beklenen karlılık oranı da sağlayabilmektedir.

Varlıkları arasında daha fazla yabancı kaynak olan işletmeler gelecekte yabancı kaynak bulmakta güçlük çekeceklerini düşündükleri için ihtiyat güdüsü ile daha çok likit kalmak isteyeceklerdir. Ayrıca yüksek yabancı kaynak düzeyi, işletmelerin finansal başarısızlık ile karşılaşma ihtimallerini arttıracağından işletmeler bu ihtimali azaltma uğruna bilançolarında daha fazla likit varlık bulunduracaklardır. Nakit akımları düzenli ve yüksek tutarlarda olan yahut likit varlıkları fazla olan işletmeler finansal başarısızlık ile karşılaşma riskini azaltacaklarından yabancı kaynak ile finansmanda bir sakınca görmeyeceklerdir.

Yabancı ve özkaynakla finansmana ek olarak özellikle finansman yöntemlerinin çeşitlendiği günümüz finans piyasalarında özellikle teknolojisi hızla değişen ve elektronik alanlara dayalı makine ve teçhizat kullanan sektörlerde yeniliklere süratle ayak uydurmak için leasing (finansal kiralama) politikasına yönelmektedirler (Eren, 2005: 350). Bu sayede temin edilen varlıklar aktifleştirilmemekte bir gelir tablosu kalemi olarak işlem görebilmektedir.

1958 yılına kadar finansman yöneticilerinin sermaye yapısı üzerinde odaklandıkları nokta belirtilen bu optimum sermaye yapısına ulaşmakken, bu yılda Modigliani ve Miller (M&M) tarafından yapılan çalışmada sermaye yapısı ile sermaye maliyeti, dolayısıyla işletmenin değeri, arasında bir ilişki olmadığı ortaya

konulmuş ve dikkatler işletmelerin hangi risk grubunda oldukları üzerine çekilmiştir (Modigliani ve Miller, 1958). M&M yaklaşımı test edilmesi güç bir teori olmak ile birlikte finans piyasalarında ortaya çıkan sonuçların teoriyi desteklemekte olduğu görülmektedir (Myers, 2001).

1.2 Sermaye Yapısı Teorileri

Modern anlamda işletme finansı teorisi ilk olarak M&M'nin sermaye yapısı konusunda 1953 yılında ortaya koydukları model ile başlamıştır. Bu modelden önce sermaye yapısı konusunda genel olarak kabul görmüş bir teori bulunmamaktadır. M&M'nin (1958 ve 1963) finans teorisinde yeni ufuklar açan bu modellerini takiben çok sayıda kişi işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmalarında etkili olan faktörler üzerinde araştırmalar yapmışlardır. Bu araştırmacılar; Ross (1977), Myers (1984 ve 1977), Myers ve Majluf (1984) olarak sıralanabilmektedir.

Sermaye yapısını esas alan teoriler, vurguladıkları faktöre göre çok değişik sonuçlara ulaşmaktadırlar. Ödünleşme teorisi (tradeoff theory) vergilere, finansman hiyerarşisi teorisi (pecking order theory) bilgi asimetrisine, Modigliani ve Miller modeli etkin piyasalara ve son olarak temsilcilik sorunu teorisi ise temsilcilik maliyetlerine vurgu yapmaktadır (Myers, 2001). Bunun sonucunda ödünleşme teorisi, işletmelerin sermaye ilavesi yerine vergi tasarrufu etkisi nedeniyle yabancı kaynak ile finansman sağlama yoluna gitmesi; finansman hiyerarşisi teorisi işletmelerin öncelikle dağıtılmayan karlar ve aktiflerin satılması gibi iç kaynaklar ile

finansman sağlanması üzerine odaklanmışlardır. Sermaye yapısı teorileri 8 ana başlık altında toplanmaktadır:

1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar
2. Modigliani ve Miller Modeli
3. Miller Modeli
4. Ödünleşme Teorisi
5. Finansman Hiyerarşisi Teorisi
6. Temsilcilik Sorunu Teorisi
7. Piyasa Zamanlaması Teorisi
8. Sinyal Teorisi

1.2.1 Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar

Finansman politikasının uygulayıcıları fon gereksinimlerinin ne kadarını yabancı kaynak ne kadarını özkaynaklarla karşımaları gerektiğini belirlemelidir. Başka bir ifade ile işletmenin sermaye yapısındaki yabancı kaynağın öz kaynağa oranını optimal düzeye getirmeye çalışmalıdır. Çünkü optimal sermaye yapısı, risk ve kar arasında denge kuran ve böylelikle hisse senetlerinin fiyatını en çoklaştıran ve aynı zamanda sermeyenin maliyetini minimize eden sermaye yapısıdır (Brigham 1999: 207). Optimal sermaye yapısı veya optimal sermaye politikası ile ilgili bu görüşler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

1. Net Gelir Yaklaşımı
2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
3. Geleneksel Yaklaşım

Net gelir yaklaşımını savunanlara göre, yabancı kaynakların maliyeti, özkaynakların maliyetinden daha düşüktür. İşletmenin hisse senedi sahiplerinin riskinin, işletmenin tasfiyesi halinde tasfiyeden en son yararlanan hak sahibi olması nedeniyle, yabancı kaynak sağlayıcılarının riskinden daha fazla olması normaldir. Bu durum hisse senedi sahiplerinin beklentilerinin artmasına yol açmaktadır. Net gelir yaklaşımının varsayımına göre; işletmeler yabancı kaynak ile finansman sağlanma oranlarını arttırsalar (azaltsalar) da, hisse senedi sahiplerinin veya işletmeye yabancı kaynak ile finansman sağlayanların beklentileri değişmemektedir. İşletmeler yabancı kaynak ile finansman oranını arttırdıkça (azaltınca) ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) düşmekte (artmakta) ve işletmenin değeri yükselmektedir (düşmektedir).

Net faaliyet geliri yaklaşımında işletmelerin AOSM'sinin sabit olduğu varsayılmaktadır. İşletmenin oluşturacağı sermaye yapısının işletme değeri ve işletmenin AOSM üzerinde etkisi olmadığı kabul edilmektedir. Yabancı kaynakların özkaynaklara oranı değiştiğinde, sermaye maliyeti ve dolayısıyla işletme değeri bundan etkilenmemektedir. Dolayısıyla net faaliyet geliri yaklaşımına göre, işletmenin yabancı kaynak kullanımını değiştirmesinin sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi olmayacaktır.

Geleneksel yaklaşıma göre ise, işletmelerin optimal bir sermaye yapısı bulunmaktadır. İşletmeler, yabancı kaynak kullanılması ile finansal kaldıraçtan yararlanmak suretiyle sermaye maliyetini düşürebilmekte ve buna paralel olarak işletme değerini yükseltebilmektedir. Ancak yabancı kaynak ile finansman sağlama yoluyla sermaye maliyetini düşürülebilmesi bir noktada son bulmakta ve bu nokta aşıldıktan sonra sermaye maliyeti artmaktadır. Yabancı kaynak sahiplerinin, işletmenin optimal sermaye yapısını geçmesiyle fon sağlamaktan kaçınmaları ve/veya faizlerin artması, özkaynak sahiplerinin de buna paralel olarak getiri beklentilerini arttırmaları sermaye maliyetinin yükselmesine neden olmaktadır.

1.2.2 Modigliani ve Miller Modeli

1958 yılına kadar sermaye yapısı teorileri, istatistiksel analizlerle test edilebilecek modeller yerine açık olmayan savları içermektedir. Franco Modigliani ve Merton Miller'in (M&M) 1958 yılında yayımladıkları makale, sermaye yapısı ile ilgili olarak finans dünyasını önemli ölçüde etkilemiş ve bugün hala araştırmalara konu olmuştur. M&M teorilerini kurarlarken arbitraj kavramından yola çıkmışlardır. Buna göre teorinin temelinde; benzer iki varlık farklı fiyatlardan satılıyorsa piyasada arbitraj oluşacağı görüşü yer almaktadır. Arbitrajcı; zaman, mekan açısından ederinden düşük değerlenmiş varlığı alıp, ederinden yüksek değerlenmiş varlığı satarak kazanç sağlamakta ve bu durum iki varlığın fiyatı eşitleninceye kadar devam etmektedir. Arbitrajın çalışması için varlıkların birbirinin aynı olması şartı

bulunmaktadır. M&M, kendi varsayımları altında, kaldıraçlı ve kaldıraçsız işletmelerin işletme değerlerinin birbirine eşit olduğunu göstermişlerdir.

M&M yaklaşımına göre, işletmelerin optimal bir sermeye yapısı bulunmamakta, işletmeler sadece risklilik durumlarına göre gruplara ayrılmaktadır. Buna göre, benzer risk grubundaki işletmelerden net faaliyet gelirleri birbirlerine eşit olanların sermaye maliyetleri birbirine eşit olacak ve dolayısıyla aynı işletme değerine sahip olacaklardır. M&M yaklaşımına göre benzer risk grubundaki bir işletmenin, eşit net faaliyet gelirine sahip bir işletmeye göre sermaye yapısını değiştirerek işletme değerini etkileyemeyeceği ifade edilmektedir.

Modelin dayandığı varsayımlar, modelin gerçek dünyaya bire bir uyarlanmasını mümkün kılmamasına ve önemli eleştirilere uğramasına rağmen, literatüre önemli açıklamalar getirerek öncü olmuştur. M&M'in başlıca varsayımları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.

- Sermaye piyasaları mükemmel bir şekilde işlemektedir.
- Piyasada risksiz faiz oranından yabancı kaynak alıp vermek mümkündür.
- İflas maliyetleri sıfırdır.
- İki tip finansman kaynağı vardır: risksiz faiz oranı üzerinden yabancı kaynak ile finansman sağlama ve özkaynak yoluyla finansman sağlama.
- Bütün işletmeler aynı risk sınıfı içinde yer almaktadır ve büyüme yoktur.
- Tüm işletmelerin nakit akımları birbirine eştir.
- Sermaye geliri üzerinden vergi ödenmemektedir.

- Bilgi asimetrisi yoktur.
- Temsilcilik maliyeti yoktur. Yöneticiler hisse senedi sahiplerinin karlarını en çoklaştırmaya çalışmaktadırlar.

M&M, kaldıracın diğer bir deyişle yabancı kaynak unsurunun, işletme değeri üzerindeki etkisini öncelikle bireysel gelir vergisi ve kurumlar vergisini ihmal etmek suretiyle analiz etmişlerdir. Buna göre:

I. Öneri: Benzer risk grubundaki işletmelerin değeri, beklenen faaliyet gelirinin yahut faiz ve vergi öncesi gelirin (FVÖK), sermaye maliyetine (AOSM) oranlanmasıyla tespit edilmektedir:

$$\textbf{Değer}_{L} = \textbf{Değer}_{U} = \frac{\textbf{FVÖK}}{\textbf{AOSM}}$$

Buradaki Değer_{L} yabancı kaynak ile finansman sağlayan işletmenin değerini, Değer_{U} yabancı kaynak ile finansman sağlamayan işletmenin değerini göstermektedir. Her iki işletme da aynı işletme risk sınıfı içinde olduğu varsayılmaktadır. M&M modelinde vergi ihmal edildiğinden, işletmelerin değeri yukarıdaki formüle göre sabittir ve bir işletmenin değeri kaldıraçlı olup olmamasından bağımsızdır. Buna göre; bir işletmenin AOSM işletmenin sermaye yapısından bağımsız olup, işletmenin AOSM'si, kullandığı yabancı kaynaktan bağımsız olarak, hiç yabancı kaynak kullanmadan sahip olacağı özkaynak maliyetine eşit olmaktadır. Diğer bir ifade ile yabancı kaynak ile finansman sağlayan işletmenin değeri ile yabancı kaynak ile finansman sağlamayan işletmenin değeri birbirine eşittir.

II. Öneri: İşletmenin AOSM'si çeşitli yabancı kaynak özkaynak oranları için aynı kalmakta iken yabancı kaynağın maliyeti özkaynaktan düşüktür. İşletme yabancı kaynak ile finansman sağlamaya devam ettikçe özkaynağın maliyeti artacaktır. Özkaynak riski ikiye ayrılmaktadır; bunlardan ilki işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan faaliyet riski, ikincisi ise kaldıraçtan yahut yabancı kaynak ile finansman sağlamadan kaynaklanan finansal risktir. İşletme riskini AOSM belirlerken; finansal riski ise yabancı kaynağın özkaynağa oranı belirlemektedir.

$$\mathbf{R_{eL} = R_{eU} + Risk\ Primi = R_{eU} + (R_{eU} - R_d) \times (d / e)}$$

Burada d yabancı kaynağın piyasa değerini, e işletmenin özkaynağın piyasa değerini ve R_d ise yabancı kaynağın maliyetini ifade etmektedir. R_{eL} kaldıraçlı işletmenin sermaye maliyetini, R_{eU} ise kaldıraçsız işletmenin sermaye maliyetini belirtmektedir. Yukarıdaki formül, işletmenin kullandığı yabancı kaynak miktarının artmasının, özkaynağın maliyetini de arttıracağına işaret etmektedir.

İki öneri birlikte dikkate alındığında, ucuz olan yabancı kaynağın maliyetinin artmasının, özkaynak maliyetinin artmasıyla birlikte dengelendiği ve böylece sermaye yapısında daha fazla yabancı kaynak kullanımının işletmenin değerini arttırmayacağı anlaşılmaktadır. Buna göre M&M modeli, vergilerin ihmal edildiği durumda işletmenin değerinin, işletmenin AOSM'sinden dolayısıyla işletmenin sermaye yapısından etkilenmeyeceği fikrini savunmaktadır.

1963 yılında Modigliani ve Miller, kurumlar vergisini de içeren yeni bir makale yayımlamışlardır. Bu makalede faiz giderlerinin vergiden düşürülen bir kalem olması nedeniyle, kurumlar vergisinin olması durumunda kaldıracın daha doğru bir ifade ile optimal yabancı kaynakla finansman sağlamanın işletmenin değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, kaldıraçlı işletmeler yatırımcının faydasına olmaktadır. M&M kurumlar vergisinin olduğu ancak bireysel verginin olmadığı durumlar için iki öneri getirmişlerdir.

Önerme I: Vergilerin ihmal edilmediği durumda, yabancı kaynak ile finansman sağlayan yahut kaldıraçlı bir işletmenin değeri (Değer_L), yabancı kaynak ile finansman sağlamayan işletmenin değeri (Değer_U) ve faiz nedeniyle oluşan vergi kalkanının (KV x D) bugünkü değerine eşit olmaktadır. KV kurumlar vergisini, D ise yabancı kaynak nedeniyle oluşan faiz ödemesini göstermek üzere, kaldıraçlı bir işletmenin değeri (Değer_L),

$$\textbf{Değer}_L = \textbf{Değer}_U + \textbf{KV x D}$$

olarak yazılabilmektedir. Buna göre; yabancı kaynak faiz giderlerini doğurmuş ve vergilendirilebilir geliri azalmıştır. Diğer bir ifade ile özkaynakla finansman yerine yabancı kaynakla finansman daha avantajlı olmaktadır. Bununla birlikte bu durum optimal sermaye yapısını 100% yabancı kaynak ile oluşturmanın daha iyi olduğu anlamına gelmektedir. Sonuç olarak işletmenin AOSM'si işletmenin kaldıraç oranı arttıkça azalmakta ve işletmenin değeri artmaktadır.

Önerme II: Vergiler ile birlikte düşünüldüğünde, özkaynak maliyeti R_e, kaldıraçsız işletmenin sermaye maliyeti R_{eU}, kaldıraçlı işletmenin sermaye maliyeti R_{eL} olmak üzere,

$$\mathbf{R_{eL} = R_{eU} + (R_{eU} - R_d) \times (d/e) \times (1 - KV)}$$

olarak ifade edilebilmektedir. Bununla birlikte vergilerin olması durumunda yukarıda belirtilen ilk önermenin tersine, yabancı kaynak ile finansman sağlamayan işletmenin AOSM'si değişmezken yabancı kaynağın maliyetinin özkaynağın maliyetinden düşük olması nedeniyle, yabancı kaynağın maliyeti ile özkaynak maliyeti arasındaki fark kapanmaktadır. Vergilerin ihmal edildiği durumda M&M modeli AOSM'nin sermaye yapısından bağımsız ve sabit olduğunu ifade etmektedir.

Özetle, M&M modeli, finansman politikaları ne olursa olsun işletme değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır. M&M modeli bu durumu arbitraj ile ifade etmektedirler. Finansman politikalarının olmadığı bir sermaye piyasalarında sermaye yapısını belirleyen faktörleri tartışmak mümkün değildir. M&M modeline göre bunun en temel nedeni, aynı risk grubunda yer alan işletmelerin farklı sermaye yapılarında aynı getirileri elde etmeleri ve her durumda sermaye yapısı için genel dengeye ulaşmaları olarak ifade edilmektedir.

Bununla birlikte, M&M modeli kaldıraçlı işletme ve kaldıraçsız işletme arasında bir fark olduğunu ifade etmektedir. Bu ayırım faiz giderleri nedeniyle ortaya çıkan vergi kalkanından oluşmaktadır. Dünyadaki pek çok ekonomide, faiz

ödemeleri kurumlar vergisinden muaftır. Bununla birlikte, temettü ödemeleri faiz ödemeleri gibi kurumlar vergisinden muaf değildir. İşletmeler bu temel gelir avantajı nedeniyle yabancı kaynak ile finansman sağlamayı tercih etmektedirler. Buna göre optimal kaldıraç düzeyi, tamamen yabancı kaynaklardan oluşan bir sermaye yapısı olacaktır.

1.2.3 Miller Modeli

M&M 1963 yılında yenilediği modeline kurumlar vergisini eklemesine rağmen sermaye kazançları üzerinden alınan bireysel gelir vergisini eklememiş olduklarından, Metron Miller 1977 yılında yazdığı makalesinde, kurumlar vergisi ile birlikte sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisinin de olduğu bir durumda kaldıracın bir işletmenin değerini nasıl etkilediğini modelleme gereği duymuştur.

Miller (1977) kurduğu yeni modelde, işletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde kurumlar vergisinin yanında yatırımcıların sermaye kazançları üzerinden ödediği gelir vergisinin de önemli olduğunu belirtmiştir. Faiz gelirleri ister işletmeler ister bireyler açısından olsun bir defalık verginin konusu olabilmektedir.

Bununla birlikte, bir işletmenin gelirleri; kurumlar vergisi olarak işletme üzerinden, sermaye kazançları gelir vergisi olarak da kişisel düzeyde vergilendirilmektedir. Buna göre, yatırımcılar diğer bir ifade ile hisse senedi

sahiplerinin vergi sonrasında elde ettikleri net faiz getirisi, hisse senedi sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisse senedinin sağladığı vergi sonrası getiriden büyükse, bu durum işletmelerin yabancı kaynakla finansman sağlama düzeyini arttıracaktır. Başka bir bakışla, yatırımcılar vergi sonrasında azalan net faiz getirisini artırmak adına faiz gelirinin artmasını isteyecektir.

M&M modelindeki varsayımlara ilave olarak, kaldıraçsız bir işletmenin değeri sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisi ile birlikte aşağıdaki gibi kabul edilebilmektedir.

$$\textbf{Değer}_{U} = \frac{\textbf{FVÖK x (1-KV) x (1-T}_{s}\textbf{)}}{\textbf{R}_{eU}}$$

$Değer_U$ kaldıraçsız işletmenin değeri, KV kurumsal vergi oranı, Vs hisse senedi sahiplerinin sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisi oranı ve V_d faiz kazançları nedeniyle ödenilen bireysel gelir vergisi oranı olarak tanımlanmıştır. Yukarıdaki formülde görülen pay, kaldıraçsız işletmenin kurumlar vergisi ve hisse senedi sahiplerinin sermaye gelirlerinden kaynaklanan vergileri ödendikten sonra kalan net işletme faaliyet gelirini göstermektedir. Buna göre, sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisinin kaldıraçsız işletmenin değerini düşürdüğü sonucuna ulaşılmaktadır. Miller modeli kaldıraçlı bir işletmenin değerini araştırırken, kurumsal ve bireysel vergilerin olduğu durumları göz önünde bulundurmaktadır.

Hisse senedi sahiplerinin sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisinin, faiz kazançları nedeniyle ödenilen bireysel gelir vergisinden az olduğu durumda kaldıraçtan sağlanan kazanç daha düşük olacaktır. Bu durum, bireysel yatırımcıların menkul kıymetleri değerlerken net değerleri üzerinden hesaplama yapmasından kaynaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar faiz kazançlarından elde ettikleri gelirlerine, hisse senedi sermaye kazançları gelirleri üzerinden ödeyecekleri vergiden daha yüksek tutarda vergi ödedikleri takdirde, söz konusu tutar kadar daha fazla faiz geliri talep edeceklerdir. İşletme $(1- V_s) = (1-KV) \times (1- V_s)$ durumunda kaldıraçtan faydalanma nedeniyle herhangi bir kazanç elde edemeyecektir.

İşletmeler yabancı kaynağın vergi avantajı devam ettiği sürece yabancı kaynak ile finansman sağlamayı tercih edeceklerdir. Bu durum işletmelerin, iflas maliyetlerinin bulunmadığı tam etkin bir sermaye piyasasında kaynaklarının tamamını yabancı kaynaklarla oluşturmalarına neden olacaktır. Ancak bu durum işletme pratiği açısından uygun değildir. M&M'ye göre işletmeler için tek ve sabit bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır. AOSM'deki azalma belirli bir noktaya kadar devam etmekte ancak bir noktadan sonra finansal riski artan işletmenin ilave yabancı kaynak ile finansman sağlamasının faydası azalmakta ve AOSM'nin yükselmesine sebep olmaktadır. Böylece optimal kaldıraç oranı belirlenirken, faiz vergi kalkanının bugünkü değeri ile iflas maliyetlerinin bugünkü değerlerinin dengelendiği optimal kaldıraç oranını belirlenmelidir. İşletmenin gerçekleşen kaldıraç oranı optimale ulaşamıyorsa, işletme bu oranı optimal düzeye geri döndürecek finansal önlemi almak zorundadır.

Miller'in (1977) makalesinde yer alan marjinal vergi oranlarının tüm işletmeler için aynı olduğu varsayımı; amortisman, yatırım indirimi, finansal kiralama vb. araçlar bir çok işletmenin düşük marjinal vergi oranlarına sahip olmasını sağlamakta olduğundan literatürde çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır (Myers, 1984: 579).

Modigliani (1988) tarafından yapılan çalışmada ise, hisse senedi sahiplerinin sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisi oranının kişisel gelir vergisi oranından az olunca, kaldıracın işletme değerine olan katkısı KV'den düşük ve pozitif bir oranla iskonto edilmek suretiyle sonuçlanacağı belirtilmiştir.

1.2.4 Ödünleşme (Trade-off) Teorisi

1970'li yıllarda sermaye yapısı üzerinde çalışan akademisyenler genel olarak; sermaye yapısının optimal oranının, yabancı kaynağın vergi avantajı ve iflas maliyetlerinin bugünkü değerinin birbirine eşit olduğu noktada oluştuğunu düşünmekteydiler. Yukarıdaki bölümde bahsedildiği üzer Miller (1977) tarafından yapılan çalışmada, belirli şartların sağlanması durumunda, işletmeler için hesaplanan yabancı kaynağın vergi avantajının, tek tek kişiler için hesaplanan yabancı kaynak nedeniyle oluşan vergi dezavantajını dengelediği ortaya konulmuştur.

İşletme literatüründe, M&M ve Miller (1977) modellerine birçok eleştiri yapılmıştır. Bu eleştirilerden bir tanesi de M&M ve Miller modellerinin iflasa varan

finansal sıkıntıları (financial distress) ve temsilcilik maliyetlerini görmezden gelmesi olarak belirtilebilmektedir. Buna göre, ödünleşme teorisi, M&M ve Miller modellerinin finansal sıkıntı ve temsilcilik maliyetleri ile bütünleştirilmiş hali olarak görülmesi mümkündür. Finansal sıkıntının doğrudan ve dolaylı maliyetleri oldukça yüksektir. Finansal sıkıntı yabancı kaynak kullanan işletmeler için söz konusu olmakta, yabancı kaynak kullanmayan işletmelerde genellikle böyle bir durum söz konusu olmamaktadır.

Yabancı kaynakların toplam kaynakların içindeki oranı diğer bir ifade ile kaldıraç oranı ne kadar yüksek olursa, faiz giderleri ve kreditörlerin aldıkları tedbirler de o kadar çok olmakta ve kazançlardaki olası bir düşüş ihtimali işletmenin finansal sıkıntıya girmesine yol açmaktadır. Ödünleşme teorisine göre, optimal sermaye yapısı, kaldıraç oranının faiz ödemeleri nedeniyle oluşan vergi kalkanı etkisinin, finansal sıkıntı ihtimalleri ve temsilcilik maliyetleri ile dengelenmesinin sonucunda elde edilmekte olduğu ifade edilmektedir (Brigham, 1999: 190).

İşletmeler yatırımlarından, faaliyetlerinden ve yükümlülüklerden kaynaklanan risklerle karşı karşıya bulunmakta olup, bu durum yüksek tutarlarda sabit varlık yatırımı yapan ve yüksek tutarlarda yabancı kaynak ile finansman sağlayan işletmelerin finansal başarısızlık ile karşılaşma ihtimalini arttırmaktadır. Finansal başarısızlık, yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin nakit durumunun yetersizliği nedeniyle yerine getirilememesi durumu olarak tanımlanabilmektedir. İşletmeler çeşitli sebeplerle başarısız olmaktadırlar. Bunlar; likidite yetersizliği, yabancı kaynak ile aşırı finansman sağlama, aşırı sabit varlık yatırımı, satış hacminin

yeterli olmaması, faaliyet giderlerinin yüksekliği, alacakların tahsilâtı sorunları, stok devir hızının düşmesi ve rekabet olarak sıralanabilmektedir.

Finansal sıkıntının oluşma ihtimali, işletmenin mevcut değerini düşüren ve sermaye maliyetini arttıran bir unsur olarak kabul edilmektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri, hisse senedi sahiplerini etkilediği kadar sabit getirili menkul kıymet sahiplerini de etkilemektedir. Finansal sıkıntı yaşayan işletmelerin yabancı kaynaklarını ödeyememe ihtimalleri daha yüksek olmaktadır. Bu nedenle, finansal sıkıntı ihtimali arttıkça sabit getirili menkul kıymet sahiplerinin beklenen getirisi de artmaktadır. İşletme ne kadar çok yabancı kaynak kullanırsa finansal sıkıntı ihtimali o kadar artacağından söz konusu durumda yabancı kaynağın maliyeti (R_d) artmaktadır. Sonuç olarak artan R_d ile birlikte AOSM de artmakta ve artan AOSM ile ters orantılı olarak işletmenin değeri düşmektedir.

Finansal başarısızlık iflas ile sonuçlanmasa bile işletmenin sermaye yapısını etkilemekte, işletmeye yabancı kaynak ile finansman sağlayanlarda ve işletme sahiplerinde kötü bir imaj oluşturmakta ve işletmelere ilave bir takım maliyetler yüklemektedir (Opler ve Titman, 1994). Hisse senetleri halka açık olan işletmelerin piyasa değerleri, finansal başarısızlık durumundan etkilenecektir. Buna göre işletmenin yatırımcılar tarafından algılanan piyasa değeri, halka açık sermaye miktarına vergi etkisinin bugünkü değeri eklenip finansal başarısızlığın maliyetinin bugünkü değerinin çıkarılması ile bulunmaktadır (Brealy et al, 1999). Benzer şekilde finansal başarısızlık işletmelerin kredi notunun düşmesine neden olacak ve işletmelerin yabancı kaynak ile finansman sağlama maliyetini arttıracaktır.

Piyasa Değeri = (Halka Açık Sermaye Miktarı) + (Vergi Etkisinin Bugünkü Değeri) - (Finansal Başarısızlığın Maliyetinin Bugünkü Değeri)

Bununla birlikte işletmenin finansal başarısızlığı iflas ile sonuçlanırsa, işletmeler doğrudan ve dolaylı maliyetler olmak üzere iki tür maliyet ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Doğrudan maliyetler; iflas sürecindeki yönetsel maliyetlerden oluşan hukuki, muhasebe işlemleri ve iflas masası giderleri ile işletmelerin hak kazandıkları ancak faydalanamadıkları vergi indiriminden oluşmaktadır (Haugen ve Senbet, 1978). Özetlemek gerekirse, avukatlık giderleri, mahkeme masrafları, finansal sıkıntı nedeniyle katlanılan idari giderler ile gerçekleşen iflas nedeniyle ortaya çıkan zaman kaybının parasal değeri, işletme stoklarının ve duran varlıkların fiziksel yıpranması ile faydalı ömürlerinin tükenmesi finansal sıkıntının doğrudan maliyetlerini oluşturmaktadır (Warner, 1977).

Dolaylı maliyetler ise; potansiyel ve mevcut müşterilerin ve tedarikçilerin kaybedilmesi, yeni ticari ve banka kredisi sağlanmasında güçlük ile karşılanması ve yeniden yapılanma maliyetlerini içermektedir (Kim, 1978). Bununla birlikte, karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi nedeniyle ortaya çıkan alternatif maliyetler ise dolaylı iflas maliyetleri diğer bir ifade ile iflas nedeniyle işletmenin faaliyetlerinde ortaya çıkan aksamalar arasında belirtilmektedir.

İşletme yöneticileri ile hisse senedi sahiplerinin arasındaki ilişki temsilcilik ilişkisi olarak isimlendirilmektedir (Ross et al, 2001). Özellikle kurumsallaşmış işletmelerde bu ilişki kaçınılmaz olmaktadır. İşletme yöneticilerinin temel amacı

hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırmak olmalıdır. Ancak uygulamada bazen bu amaçtan sapılmakta ve başka durumlar ortaya çıkabilmektedir. İşletme yöneticileri işletmenin kaynaklarındaki kontrollerini ve güçlerini arttırmaya çalışmaktadırlar. Aslında işletmenin kazancından birçok çıkar grubu pay kapma yarışındadır. Bu çıkar grupları işletme içinden olabileceği gibi kamu otoritesi veya rakip işletmeler şeklinde yani işletmenin dışından da olabilmektedir.

Buna göre temsilcilik problemi kısaca, işletme yöneticilerinin hisse senedi sahipleri tarafından yöneticilere bırakılması sonucunda, hisse senedi sahipleriyle işletme yöneticileri arasında ortaya çıkan çıkar çatışması olarak tanımlanabilmektedir. Esas olarak yöneticilerinin kararlarının hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını etkilemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. İşletmenin hisse senedi sahipleri, hisselerin değerini artırması için ve daha fazla temettü elde edebilmek için karlı yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini beklemektedirler. Ancak söz konusu bu yatırım karlı olduğu kadar aynı zamanda riskli bir yatırım olduğu için, işletmenin yöneticileri bu riskli yatırımın gerçekleşmesinden kaçınmaktadırlar. Bunun temel nedeni, işlerini dolayısıyla gelirlerini kaybetme korkusu içinde olmalarından kaynaklanmaktadır. Aslında işletme hisse senedi sahipleri, işletme yöneticilerinin yatırım projelerinden belli bir oranda kazanç elde edilmesini sağlarlarsa bu sorun en aza indirilebilmektedirler.

Temsilcilik problemi ayrıca işletme hisse senedi sahipleriyle, işletmeye yabancı kaynak ile finansman sağlayanlar arasındaki çıkar çatışmasından da kaynaklanabilmektedir. Bu çıkar çatışması, işletmeye yabancı kaynak ile finansman

sağlayanlar faiz getirisi beklentisindeyken hisse senedi sahiplerinin ise temettü ve sermaye kazancı beklentisinde olmasından kaynaklanmaktadır. Temsilcilik problemi, temsilcilik maliyetlerine sebep olmaktadır. Bunun temel nedeni, sorunun oluşmasını engellemek veya mevcut sorunu ortadan kaldırmak için iç veya dış denetim gibi çeşitli önlemler alınması olarak ifade edilebilmektedir.

Temsilcilik maliyetleri, yöneticiler ve hisse senedi sahipleri, hisse senedi sahipleri ve yabancı kaynak ile finansman sağlayanlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetlerdir. Temsilcilik maliyetleri; gözetim maliyetleri, önlenemeyen kayıp, varlık ikamesi maliyetleri vb. maliyetleri kapsamına almaktadır.

İşletmeler düşük yabancı kaynak düzeylerinde faiz vergi kalkanının işletme değerini arttırıcı etkisinden faydalanabilmektedirler ancak artan kaldıraçla birlikte finansal sıkıntıya girme olasılığı ve dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri yükselmektedir. Bunun yanında yine temsilcilik maliyetlerinin bugünkü değeri artan kaldıraçla birlikte artmaktadır. Bu da işletme değerinin düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle işletmeler optimal yabancı kaynak düzeyi olarak adlandırılan ve işletme değerinin en çok olduğu noktaya kadar yabancı kaynak ile finansman sağlanma yoluna gitmelidir.

M&M modelinin kurumsal vergiyi içeren modeli doğru olsaydı yabancı kaynak ile finansman sağlama oranı arttıkça işletmenin değerinin artması gerekecekti. Ancak yukarıda bahsedilen finansal sıkıntı maliyetlerinin ve temsilcilik

maliyetlerinin, kaldıraç oranı arttıkça işletmenin değerini ($Değer_L$) azaltacağı görülmektedir. Bu nedenle, işletmenin değeri ile yabancı kaynak kullanımı arasında iki negatif etken bulunmaktadır:

$Değer_L$ = $Değer_U$ + Vergi Etkisi – (Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri) – (Temsilcilik Maliyetlerinin Bugünkü Değeri)

Finansal sıkıntı maliyetlerinin ve temsilcilik maliyetlerinin M&M modelinin vergiyi içeren modeline veya Miller modeline eklenmesi sermaye yapısı literatüründe ödünleşme teorisi olarak ifade edilmektedir. Bu modelde optimal sermaye yapısı, vergi kalkanı etkisiyle (faiz-vergi ilişkisi) yabancı kaynağın maliyetleri (finansal sıkıntı ve temsilcilik maliyetleri) arasındaki ödünleşme olarak görülmektedir. Ödünleşme teorisi en uygun sermaye yapısını ortaya koymamakla birlikte kaldıraç oranı ile ilgili bazı vurgular yapılmaktadır.

Riski yüksek olan işletmeler daha risksiz işletmelere göre daha az yabancı kaynak kullanmalıdırlar. İşletme riski arttıkça finansal sıkıntıya girme ihtimalleri de artmakta ve bu durum daha yüksek yabancı kaynakla finans sağlama maliyetlerini beraberinde getirmektedir. Düşük riskli işletmeler ise finansal sıkıntının beklenen maliyetini, kaldıraçtan kaynaklanan vergi avantajını dengeleyerek yabancı kaynak ile finansman sağlayabilmektedir. Fiziki varlıkları, piyasaya daha kolay sürülebilecek varlıklardan oluşan işletmeler, maddi duran varlıkları yoğun olan işletmelerden daha fazla yabancı kaynak kullanabilmektedirler. Finansal sıkıntının maliyeti sadece sıkıntı oluşma ihtimaline değil, sıkıntı oluştuktan sonra ne yapılabileceğine de bağlı olmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar finansal sıkıntı oluştuğu zaman maddi

varlıklardan daha fazla değer kaybedeceklerdir. Yüksek tutarda vergi ödeyen işletmeler, düşük tutarda vergi ödeyen işletmelerden daha fazla yabancı kaynak kullanmalıdırlar. Yüksek tutarda kurumlar vergisi ödeyen işletmeler, yabancı kaynağın faydasından daha fazla yararlanmaktadırlar. Böylece ortaya çıkabilecek finansal sıkıntı veya temsilcilik maliyetlerini, kaldıraçtan kaynaklanan vergi avantajı ile dengeleyebilecek ve daha çok yabancı kaynak kullanabileceklerdir.

1.2.5 Finansman Hiyerarşisi Teorisi

M&M (1958) tarafından kurulan modelinin varsayımları arasında işletme içindeki ve dışındaki kişilerin aynı bilgiye sahip olduğu diğer bir deyişle bilgi asimetrisinin olmadığı da bulunmaktadır. Bununla birlikte, işletme pratiğinde işletme içindeki ve dışındaki kimseler açısından bilgi asimetrisinin sağlanması ve bu bilginin fiyatlara anında yansıması söz konusu olmamaktadır.

Finansal piyasalarda karar almak için kullanılan ve diğer taraf veya mal hakkında gerekli olan tüm bilgiyi taraflardan birinin bilmesine karşın diğer tarafın hiç bilmemesi veya yetersiz bilgiye sahip olması anlamında ortaya çıkan bilgi eşitsizliği asimetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır (Karacan, 2000: 48). Piyasanın mükemmel ve bilginin tüm piyasa katılımcıları tarafından bilindiği durumda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara aktarılması gerekmektedir. Bu varsayım, alıcıların ve satıcıların malın niteliği konusunda mükemmel, dolayısıyla da simetrik bilgiye sahip oldukları hususunu

içermektedir. Ancak gerçek hayatta piyasalar tam rekabet koşullarında çalışmamakta, alıcılar ve satıcılar bir malın veya hizmetin niteliği konusunda tam bilgiye sahip olamamaktadır. Finansal işlemlerde taraflardan birinin diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumunu anlatan bu hususa asimetrik bilgi denilmektedir (Dokur, 2005).

Asimetrik bilgi, piyasalarda bazılarının diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumu olduğundan, piyasada farklı bilgiye sahip olanlar farklı işlem yapmak durumunda olacaklardır. Asimetrik bilgi; farklı risk düzeyindeki işletmelere kredi verildiğinde, bilgisiz bir yatırımcının bilgili yatırımcıların bulunduğu piyasada farklı menkul kıymetlere yatırım yapmak istemesinde, farklı risk özelliklerine sahip bireyler sigortalandığında, farklı yetenekteki çalışanlar işe alındığında, kullanılmış mal (ikinci el) piyasasından alım yapıldığında, hisse senedi sahipleri ve yöneticilere işletmeyi temsil yetkisi verildiğinde söz konusu olabilmektedir.

Asimetrik bilginin açıklanmasında en temel örnek Akerlof (1970)'un ikinci el araba piyasasında tespit ettiği durum olarak belirtilmektedir. Akerlof 1970 yılında yazdığı "The Market for Lemons" adlı makalesinde, asimetrik bilgi sorununun fiyatları nasıl etkilediğini ve nasıl piyasa aksaklığına yol açtığını incelemiştir. Makalesinde iyi ve kötü (limon) kullanılmış arabaların satışının yapıldığı ikinci el araba piyasasında, satıcının arabaların iyi kullanılmış veya kötü kullanılmış olup olmadığını bildiği halde, alıcının arabanın iyi olup olmadığını bilmediğini, yani alıcı ve satıcı arasındaki ilişkide bilgi asimetrisinin bulunduğunu anlamına gelmektedir. Akerlof (1970) makalesinde, kullanılmış otomobil piyasasında bilgi edinmenin

yüksek maliyetinden dolayı, düşük kaliteli otomobillerin yüksek kaliteli otomobilleri piyasadan kovması nedeni ile piyasada bir dengesizlik oluşacağını belirtmektedir.

Stiglitz ve Weiss (1981), aynı temel senaryoyu kullanarak asimetrik bilgiyi açıklamaktadır. Akerlof (1970)'un makalesinden sonra pek çok ekonomist asimetrik bilgi meselesi üzerinde çalışmış ve açıklamalar getirmiştir. Alıcılar, aldıkları mal veya hizmetin kalitesi hakkında hiç veya yeteri kadar bilgi sahibi olamadıklarında, satıcı ile alıcı arasındaki bilgi asimetrisi artmaktadır (Özden, 2004: 20).

Asimetrik bilginin hem yabancı kaynak piyasasında hem de özkaynak piyasasında ortaya çıktığı görülmektedir. Bu piyasadaki yatırımcılar ve yabancı kaynak ile finansman sağlayanlar birbirleriyle ilgili tüm bilgilere sahip olamamaktadırlar. Bu nedenle tercihleri yön değiştirmekte ve birileri bu durumdan çıkar sağlamaktadır. Asimetrik bilgi kredi ve sermaye piyasalarında önemli etkiye sahiptir. Piyasalardaki eksik bilgiden kaynaklanan farklı uygulamalar nedeniyle ekonomideki başarısızlıkların ve krizlerin önemli açıklayıcısı durumundadır (Aras, 2004: 83).

Asimetrik bilgiden kaynaklanan iki temel sorun bulunmaktadır. Bunlar finansal piyasada ticari işlem yapılmadan önce gerçekleşen ters seçim ve ticari işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan ahlaki tehlike (riziko) problemleridir. Ters seçim, kreditörün (yabancı kaynak ile finansman sağlayanın) yatırım yapmadan önce potansiyel finansman sağlayıcıların iyi ve kötü risk yönünden birbirinden

ayıramaması durumunda ortaya çıkan bir problem olarak ifade edilmektedir (Hubbard, 2002: 260).

Ahlaki tehlike (riziko) ise ödünç aldıktan sonra ödünç alınan paranın geri ödenmesi olasılığını düşüren ve kreditör açısından istenmeyen faaliyetlerde bulunma problemi olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 1995: 36). Özetlemek gerekirse, sözleşme yapılmadan önce işlem konusu araç veya faaliyet ile ilgili açıklanmamış olan saklı bilginin (hidden information) bulunması nedeniyle farklı karar verilmesi ters seçim ve anlaşma sonrasında bu saklı bilginin ortaya çıkması sonucu taraflardan birinin zarar görmesi halinde ahlak tehlike söz konusudur. Bu durumda piyasada iyi ile kötü kaliteli malları ayırt edecek, başka bir ifade ile ters seçime engel olacak bazı işaretlere, sinyallere ihtiyaç bulunmaktadır (Aras, 2004: 83).

Reel piyasalardakine benzer olarak finansal piyasalarda da her zaman tüm alıcı ve satıcıların aldıkları ve sattıkları ürünler hakkında tam bilgiye sahip değildirler. Diğer bir ifade ile finansal piyasalarda da asimetrik bilgi söz konusudur. Asimetrik bilgi finansal piyasalarda bilgi ve rekabet eşitsizliğine neden olduğu için piyasalarının işleyişini olumsuz yönde etkilemekte ve piyasaların etkin ve verimli bir şekilde çalışmasını engellemektedir.

İşletmenin hisse senedi sahiplerinin ve potansiyel fon sağlayıcılarının sahip oldukları bilginin asimetrik özelliğe sahip olması nedeniyle asimetrik bilgi finansman politikalarını etkilemektedir. Buna göre, işletmelerin uyguladıkları finansman politikalarının yatırımcılara bir sinyal verdiği ifade edilebilmektedir. Asimetrik

bilginin olduğu durumda işletmenin kaldıraç oranının artmasının işletmenin kalitesinin yüksek olduğu anlamına gelebilmektedir (Ross, 1977). Düşük kaliteli işletmelerin olası bir kaldıraç oranı için beklenilen marjinal iflas maliyetleri oldukça yüksek olmaktadır. Buna göre, düşük kaliteli işletmelerin kaldıraç oranını arttırmak suretiyle yüksek kaliteli işletmeleri taklit etmesi mümkün olabilecektir.

Ross (1977) tarafından yapılan ampirik araştırmada kaldıraç oranı ile işletme değeri arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Leland ve Pyle (1977) tarafından yapılan çalışmada yabancı kaynak temin edebilen işletmeler, çeşitli nedenlerle riskli yatırımları hayata geçirmek istemediklerinden, yüksek kaliteli işletmeler olarak kabul edilmiş ve bu işletmelerin yöneticilerinin yeni hisse senedi çıkarmak yoluyla finansman sağlayarak yükselen kaldıraç oranının etkinliğini arttırabilmiş oldukları vurgulanmıştır.

Genel işletme pratiğinde işletmenin gerçek değerinin, işletme yöneticileri tarafından diğer tüm kişilerden daha iyi bilmekte olduğu ve yöneticilerin faaliyetlerini gerçekleştirirken rasyonel davrandıkları varsayılmaktadır. Yatırımcıların işletme yöneticileri ve hisse senedi sahiplerinden daha az bilgiye sahip olacağı kesin olduğundan, sermaye piyasalarında asimetrik bilginin bulunmakta olduğu rahatlıkla görülebilecektir. Buna göre, piyasalarda asimetrik bilgi bulması nedeniyle bilgiler fiyatlara tam olarak yansıyamayacak ve hisse senetlerinin değeri yanlış fiyatlanacaktır. Söz konusu durum mevcut hisse senedi sahiplerinin zararla karşılaşmasına neden yol açacaktır. Bununla birlikte, işletmenin özkaynaklarının ve

oto finansman olanaklarının yetersiz olduğu durumda söz konusu zarar daha yüksek gerçekleşecektir (Myers ve Majluf, 1984).

Buna göre, işletmeler yeri geldiğinde, pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlarını finanse edebilmek ve bunun yol açacağı düşük fiyatlanma riskinden korunmak için hisse senedi ve benzeri riskli sermaye piyasası araçlarını kullanmaktan kaçınmak durumunda olmaktadır. Diğer bir ifade ile işletmeler yatırımlarını finanse ederken finansal bir açık ile karşılaşırlarsa, yeni hisse senedi ihraç etmek yerine yabancı kaynak ile finansman alternatifini seçmek durumundadırlar. Benzer şekilde, işletmeler yatırım fırsatlarını değerlendirirken öncelikle oto finansman kaynaklarını başka bir ifade ile dağıtılmayan kârlarını, daha sonra yabancı kaynak kullanımını tercih etmelidirler.

İşletmelerin dağıtılmayan kârları ve yabancı kaynak kullanımı yeterli olmadığı takdirde, ancak son çare olarak yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansmana gidilmelidir (Myers, 1984). Buna göre, piyasalarda asimetrik bilginin var olduğu varsayımı altında izlenmesi gereken bu sıra literatürde finansal hiyerarşi olarak ifade edilmektedir. Söz konusu teoriye göre, işletme yöneticileri ve hisse senedi sahipleri arasında bulunan bilgi farklılığının boyutu kaldıraç oranını da etkilemektedir.

Literatürde sermaye yapısı teorileri arasında Myers'ın (1984) ve Myers ve Majluf (1984)'un tarafından ortaya atılan finansman hiyerarşisi teorisi en etkili teoriler arasında bulunmaktadır. Bu teoriye göre işletmeler faaliyetlerini finanse ederken; ilk önce iç kaynaklarını yani dağıtılmayan karlarını ve sermaye yedeklerini

kullanmalı, eğer dış kaynak kullanacaklarsa önce yabancı kaynak sağlamayı tercih etmeli, bu durumda da varlıklarını finanse edemiyorsa en son başvuracakları kaynak yeni hisse senedi sahipleri almak suretiyle hisse senedi ihraç etmek olmalıdır. Finansman hiyerarşisi teorisine göre yeni hisse senedi ihraç etmek çok nadiren yapılan bir iş olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansman hiyerarşisi teorisi iki temel varsayıma dayanmaktadır. Birincisi, işletme yöneticilerinin işletmenin mevcut kazançları ve yatırım fırsatları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgisine sahip olduğudur. Diğer varsayım ise işletme yöneticilerinin işletme hisse senedi sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket ettiği, diğer bir ifade ile hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırmak istediğidir (Myers ve Majluf, 1984: 8).

Finansman hiyerarşisi teorisi yukarıda detaylı olarak anlatılmış olan asimetrik bilgi kavramını temel almaktadır. Asimetrik bilgi, ters seçim (adverse selection) problemini beraberinde getirmektedir. İşletmenin yöneticilerinin işletme hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olduğu bilinmektedir. İşletme içi unsurların tüm yöneticiler tarafından bilindiği ön kabulüyle, iç kaynakların diğer bir ifade ile dağıtılmamış karların finansman kaynağı olarak kullanılması durumunda ters seçim sorunu etkisinin göz ardı edilebileceği, bununla birlikte dış kaynakların finansman kaynağı olarak kullanımında ise ters seçim sorununun önemli bir etkiye sahip olduğu rahatlıkla fark edilebilecektir. Buna ilave olarak, dış kaynak kullanımı sırasında ortaya çıkabilecek ters seçim sorunu, hem hisse senedi ihracı hem de borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracı sırasında ortaya çıkabilecektir. Yeni hisse senedi

ihracı sırasında ters seçim sorunu nedeniyle risk primi artmakta ve bu durum hisse senedi yatırımcısının borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracı sırasında talep ettiği getiriden daha yüksek bir getiri oranı belirlemesine neden olmaktadır.

Potansiyel yatırımcılar ve yöneticiler arasında bilgi farklılığı olması nedeniyle, işletmelerin yatırım kararları, her zaman etkin olamamaktadır. Finansman hiyerarşisi teorisine göre, işletmeler sermaye yapılarını etkin yatırım kararları verebilecek şekilde oluşturmaktadırlar. Finansman hiyerarşisi teorisi işletme yöneticileri açısından dağıtılmayan karların finansman için en iyi alternatif kaynak olduğunu ifade etmektedir. Bundan dolayı yöneticiler yatırımlarını dağıtılmayan karlarını ve sermaye yedeklerini kullanarak yapmak istenmektedirler. İşletmeler sadece dağıtılmayan karlar ve sermaye yedeklerinin yeterli olmadığı durumlarda yabancı kaynakla finansman sağlamaya gitmelidirler. İşletmeler yüksek getirili tahvil ihraç etmek zorunda kalmadıkça veya finansman sıkıntısı maliyeti yüksek olmadıkça asla hisse senedi ihraç etmemelidirler.

Finansman hiyerarşisi teorisine göre işletmeler, pozitif net bugünkü değere sahip yatırım fırsatlarını kaçırmamak için, iç kaynaklar ve risksiz yabancı kaynak gibi ters seçim sorunu olmayan finansman araçlarını öncelikle kullanacak daha sonra daha ters seçim sorunu olan araçlara ve en son olarak da hisse senetlerine yönelmelidirler (Harris ve Raviv, 1990). Buna göre, ΔAD, hisse senetlerinin aşırı veya düşük değerlenme miktarını, AD_1 hisse senetlerinin olması gereken değerini diğer bir ifade ile yatırmacıların işletme yöneticileriyle aynı bilgiye sahip olmaları durumunda hisse senedinin değerinin ne olacağını, D hisse senetlerinin piyasadaki

değeri ve NBD projenin net bugünkü değerini ifade etmek üzere, $\Delta AD = AD_1 - D$ denkliğinde, işletme yöneticilerinin yatırımı gerçekleştirmayi sağlayacak kaynağı temin etmek için hisse senedi ihraç etmesinin koşulu, $NBD \geq \Delta AD$ olduğu durum olarak ifade edilebilmektedir.

Hisse senetleri piyasada ederinden yüksek değerlendiği takdirde, ΔAD negatif değer almakta ve yatırım projesinin değeri sıfır olsa bile proje kabul edilmektedir. Bununla birlikte, hisse senetleri piyasada ederinden daha az değerleniyorsa bu durumda işletme pozitif değer alan projeleri dahi reddedebilmektedir.

Finansman hiyerarşisi teorisini formül olarak gösterebilmek için aşağıdaki tanımları yapmak gerekmektedir:

$FVÖK_t$ = Faiz ve vergilerden sonraki faaliyet karı;

TO_t = Temettü ödemeleri;

YAT_t = Yatırımlar;

$\Delta İS_t$ = İşletme sermayesindeki net artış;

Bütün bu değerler t zaman sonra ölçüldüğü takdirde, fon açığı (A_t) aşağıdaki formülle bulunmaktadır:

$$\mathbf{A_t = TO_t + YAT_t + \Delta İS_t - FVÖK_t}$$

yukarıdaki formül, temettü politikasının yatırım miktarından bağımsız olduğunu belirtmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisi, fon açığını kapatmak için düşük riskli borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihraç edilebildiği sürece bu araçların kullanılmasını önermektedir. Finansal hiyerarşi teorisinin güçlü ve zayıf olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Güçlü türüne göre hisse senedi ihracı asla mümkün olmamakta, zayıf türünde ise sınırlı sayıda hisse senedi ihracı kabul edilebilir olmaktadır.

Finansal hiyerarşi teorisinde özet olarak, aşağıdaki önermelerde bulunmaktadır. Bilgi asimetrisi sadece dış kaynaklarla finansman sırasında mümkün olduğundan, işletmeler iç kaynakları her zaman dış kaynaklara tercih edeceklerdir. İşletmeler yatırımlarına kaynak bulabilmek için dağıtmadıkları temettüleri kullanmamakta ve kısa dönemli nakit ihtiyacını dağıtılmayan temettü ile karşılamamaktadır. İşletmeler dış finansmana ihtiyaç duyduklarında, yöneticiler öncelikle güvenli menkul kıymetler ihraç etmeli, daha sonra hisse senedine dönüştürülebilir tahvil gibi karma menkul kıymetler ihraç etmelidirler. Yeni hisse senedi çıkarmak suretiyle finansman sağlama alternatifine son çare olarak başvurulmalıdırlar.

Literatürde tarih sırasıyla; Krasker (1986), Narayanan (1988) ve Heinkel ve Zechner (1990) asimetrik bilgi ve finansman hiyerarşisi teorisini destekleyen çalışmalar yapmışlardır. Bu çalışmalara göre genel olarak, yeni hisse senedi ihraç ederek finansman sağlayan işletmeler, piyasaya kötü bir sinyal olarak vermekte ve asimetrik bilgi kaynaklı oluşan ters seçim nedeniyle işletmenin hisse senedi fiyatları

düşmektedir (Krasker, 1986). Bir diğer çalışmada bilgi asimetrisi nedeniyle, işletmeye yatırım yapan kişilerin yatırımın kalitesi hakkında yöneticiler kadar bilgi sahibi olmadığı için farklı kalitedeki yatırımlara sahip işletmeleri ayırt edememe sorununun doğacağı ve kaliteli yatırımlara sahip işletmelerin piyasadan uzaklaşmak zorunda kalacağı ifade edilmektedir. Buna göre, kaliteli yatırımlara sahip olan işletmeler ellerinde teminat olmadığı durumda da yabancı kaynaklarla yatırımlarını finanse edebileceklerdir (Narayanan, 1988).

Heinkel ve Zechner (1990), imtiyazlı hisse senetlerinin yatırımcılara sabit ve imtiyazlı bir getiri önermesi nedeniyle yatırımcıları cezp etmesi ve işletmenin kredibilitesinin arttırmasına yardım etmesi açısından, kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için imtiyazlı hisse seneleri finansman alternatifinin kullanılmasını önermektedir. Son olarak, Shyam-Sunder ve Myers (1999) tarafından yapılan çalışmada, asimetrik bilgi teorisi geleneksel sermaye yapısı yaklaşımları ile birlikte test edilmiş ve asimetrik bilgiyi esas alan finansman hiyerarşisi teorisinin geleneksel yaklaşımlara göre piyasa pratiğine daha çok uyduğu sonucuna ulaşılmıştır.

1.2.6 Temsilcilik Sorunu Teorisi

İşletme yöneticileri ile hisse senedi sahiplerinin arasındaki ilişki temsilcilik ilişkisi olarak isimlendirilmektedir. Özellikle kurumsallaşmış işletmelerde bu ilişki kaçınılmaz olmaktadır. İşletme yöneticilerinin temel amacı hisse senedi sahiplerinin

refahını en çoklaştırmak olmalıdır. Ancak uygulamada bazen bu hususdan başka durumlar da ortaya çıkabilmektedir. İşletme yöneticileri genel olarak işletmenin kaynaklarındaki kontrollerini ve güçlerini arttırmaya çalışmaktadırlar. Bununla birlikte, işletmenin kazancından birçok çıkar grubu pay kapma yarışındadır. Bu çıkar grupları işletme içinden olabileceği gibi kamu otoritesi veya rakip işletmeler şeklinde yani işletmenin dışından da olabilmektedir (Ross et al, 2001).

Temsilcilik problemi, işletme yöneticilerinin hisse senedi sahipleri tarafından yöneticilere bırakılması sonucunda, hisse senedi sahipleri ile işletme yöneticileri arasında ortaya çıkan çıkar çatışması olarak tanımlanabilmektedir. Esas olarak yöneticilerinin kararlarının hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını etkilemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. İşletmenin hisse senedi sahipleri, işletmelerin değerinin artması için ve daha fazla temettü elde edebilmek için karlı yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini beklemektedirler. Ancak bahse konu yatırım, karlı olduğu kadar riskli bir yatırım da olduğu için ve işletmenin yöneticileri işlerini dolayısıyla gelirlerini kaybetme korkusu içinde olduklarından ötürü söz konusu yatırımın gerçekleştirilmesinden kaçınmaktadırlar.

Temsilcilik problemi ayrıca işletme hisse senedi sahipleri ile işletmeye yabancı kaynakla finansman sağlayanlar arasındaki çıkar çatışmasından da kaynaklanabilmektedir. Bu çıkar çatışması, işletmeye yabancı kaynakla finansman sağlayanların faiz getirisi beklentisindeyken hisse senedi sahiplerinin ise temettü ve sermaye kazancı beklentisinde olmasından kaynaklanmaktadır. Temsilcilik problemi, herhangi bir sorunun oluşmasını engellemek veya mevcut sorunu ortadan kaldırmak

için iç veya dış denetim gibi çeşitli önlemler alınmak zorunda olunması nedeniyle temsilcilik maliyetlerine sebep olmaktadır. Temsilcilik problemi, işletme yöneticileri ve hisse senedi sahipleri arasındaki çıkar farklılıkları açısından bireyler arası çatışmanın bir örneğini oluşturmakta, yabancı kaynak sağlayanlar açısından düşünülürse ise, gruplar arası çatışmanın bir örneğini oluşturmaktadır.

M&M'in piyasaların mükemmel olduğuna ilişkin varsayımı işletmeler açısından yorumlandığında da, işletme yöneticilerinin hisse senedi sahiplerinin servetini en çoklaştırma çabası içinde olduğunun varsayılması gerekmektedir. Bu nedenledir ki M&M'e göre, temsilcilik maliyetlerinin olmadığı kabul edilmektedir. Günümüzde işletmeler, işletmede belki de hiç sermayesi olmayan yöneticiler tarafından kontrol edilmektedir. Bu nedenle günümüz dünyasında temsilcilik problemleri ve bunun doğurduğu temsilcilik maliyetleri ile karşılaşmamak neredeyse imkansız olmaktadır.

Başka bir ifade ile temsilcilik teorisi, kaynağını yöneticiler ve hisse senedi sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarından almaktadır. Buna özkaynak üzerinden temsilcilik maliyetleri denilmektedir. Jensen ve Meckling (1976)'e göre özkaynak üzerinden temsilcilik maliyetleri; önlenemeyen kayıp nedeniyle ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri, hisse senedi sahiplerinin gözetim maliyetleri nedeniyle ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri ve yöneticilerin işe garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri olarak ifade edilmiştir. İşletme yöneticileri hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırmak yerine işletme değerini azaltan yatırımlara yönelmesi sonucu ortaya çıkan zarar literatürde önlenemeyen kayıp olarak adlandırılmaktadır.

Hisse senedi sahipleri, işletme yöneticilerinin refahlarını azaltan yatırımlara ve harcamalara yönelmesi durumunu engellemek ve yöneticileri denetlemek adına gözetim faaliyetlerinde bulunacaklardır. Söz konusu denetim ve gözetim faaliyetleri genel olarak; iç kontrol sisteminin kurulması, yatırım ve harcama bütçesi fon akımlarında kısıtlamalar ile hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırmak için verilen yönetici teşvikleri olarak sıralanmaktadır. Yöneticiler tarafından yapılan garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri ise, işletme yöneticilerinin hisse senedi sahiplerine zarar verecek yatırım, harcama ve faaliyetlerde bulunmamasını yahut bulunduğu takdirde oluşacak zararın tazmin edilmesini garanti etmek adına katlanılan maliyetlerdir (Jensen ve Meckling, 1976).

Yukarıda bahsedildiği üzere çıkar çatışması, işletmeye yabancı kaynak sağlayanlar ile hisse senedi sahipleri arasında da yaşanmaktadır. Bu tür temsilcilik probleminin neden olduğu maliyetler, yabancı kaynaklar üzerinden temsilcilik maliyetleri olarak ifade edilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Temsilcilik teorisine göre; bir işletmenin tamamına sahip bir yönetici ile sadece istihdam edilen bir yönetici olma durumlarındaki davranışlar farklı olmak durumundadır. İşletme yöneticisinin işletmede pay sahibi olmadığı diğer bir deyişle işletme hisse senedi sahipleri arasında olmadığı durumda, işletme yöneticilerinin çıkarları ve hisse senedi sahiplerinin çıkarları arasında farklılıklar oluşacaktır. Böyle bir durum nedeniyle, işletme yöneticileri ve hisse senedi sahipleri arasında temsilcilik problemi oluşacak ve işletme ortaya çıkan problemler nedeniyle temsilcilik maliyetlerine katlanmak zorunda kalacaktır (Jensen ve Meckling, 1976: 312).

Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin, işletmenin tamamına sahip olduğu durum ile sermayenin bir kısmına sahip olduğu durumdaki davranışlarını karşılaştırmışlardır. Buna göre, bir işletme yöneticisinin, işletmenin tamamı üzerinde sahiplik hakkı var ise diğer bir ifade ile işletmenin tamamına sahip ise, kişisel faydasını en çoklaştırmaya çalışacak dolayısıyla hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştıracak kararlar alacaktır. Bunun aksine, yöneticinin hisse senetleri içindeki payının azalması durumunda işletme geliri üzerindeki payı azalacağı için işletme kaynaklarını hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırma amacı olmadan kendi çıkarı doğrultusunda kullanma eğiliminde olacaktır. Bu durumda yönetici kendi refahını en çoklaştırmak için, karlılığı yüksek yatırımlardan kaçarak, karlılığı düşük faaliyetlere yönelecektir. Bu durum ise hisse senedi sahiplerinin refahını azaltacak ve dolayısıyla işletmenin değerini düşürecektir. Diğer bir ifade ile hisse senedi sahiplerinin refah kaybı nedeniyle oluşan temsilcilik maliyeti yükselecektir.

İşletme yöneticileri hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştıracak yatırım kararları yerine sadece satışları veya sadece büyümeyi en çoklaştıran görsel artışlar, lüks ofis harcamaları, gerekenden fazla bilişim teknolojilerinden yararlanma, özel jet uçaklar tahsis etme gibi lüks tüketim harcamaları, yüksek ücretler talep etme ve kendilerine ek ödemeler yaptırma, miktarı ve niteliği işletme hisse senedi sahiplerinin hoşuna gitmeyen bağışlar yapma, çalışana maaş dışı ek ödemeler yapma, gereksiz istihdam ile aşırı çalışan bulundurma, sosyal yardımlar yapabileceklerdir. İşletmede sermaye payı görece daha yüksek olan bir yönetici yukarıda belirtilen harcamaları, işletmenin değerini azaltacağı için yapmayacağı kabul edilmektedir.

İşletmenin bütün hisse senetlerinin sahibi olan bir yönetici kendisini işletmenin değerini en çoklaştıracak kararlar almak zorunda hissedecektir.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre işletme yöneticilerinin işletme özkaynakları içindeki paylarının artması durumunda işletmeye olan pozitif ilgisi artacak, hisse senedi sahipleri ile aralarındaki temsilcilik problemleri azalacak ve azalan temsilcilik problemleri temsilcilik maliyetlerini düşürecek ve sonuçta işletmenin değeri artacaktır. Bununla birlikte Jensen (1986), işletmenin özkaynak ile birlikte yabancı kaynak kullanması durumunun, işletme yöneticisinin doğrudan kontrolünde bulunan fonların azalmasına neden olacağından işletme değerini artırabileceğini ileri sürmüştür. Buna göre yabancı kaynaklara başvuran işletmeler yabancı kaynaklar üzerinden temsilcilik problemleri nedeniyle uygulanabilir ve karlı olmayan yatırımları faaliyete geçiremediğinden hisse senedi sahipleri olası bir refah kaybından korunmaktadır. Böyle bir durumda da yöneticiler ve yabancı kaynakla finansman sağlayanlar arasında bir temsilcilik problemi yaşanmaktadır. Söz konusu temsilcilik problemi nedeniyle oluşan temsilcilik maliyetleri; iflas nedeniyle oluşan temsilcilik maliyeti ve gözetim nedeniyle oluşan temsilcilik maliyetleri olup, bu maliyetler yabancı kaynakla finansman sağlayan işletmeler tarafından karşılanmaktadır.

Dolayısıyla özkaynaklar nedeniyle diğer bir deyişle hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasında ortaya çıkan temsilcilik maliyetlerini azaltmak için, kaldıraç oranı arttırılmalıdır. İlave yabancı kaynak kullanımı, yeni hisse senedi ihracı yoluyla özkaynak kullanma gereksinimi azaltacak ve böylece işletme yöneticileri ile hisse

senedi sahipleri arasındaki temsilcilik probleminin azalmasına yol açacaktır. Kreditörler tarafından yabancı kaynağın geri ödenmesini temin etmek için getirilen kısıtlamalar, yöneticilerin disipline olmasını doğuracak ve hisse senedi sahiplerinin faydasını azaltacak, gereksiz yatırım ve tüketim harcamaları yapmalarını engelleyecektir (Megginson, 1997).

Yabancı kaynak kullanımı, hisse senedi sahipleri ile kreditörler arasında bir çatışma ortaya çıkmasına neden olacak ve yabancı kaynağın temsilcilik maliyetlerinin doğmasına neden olacaktır. Yabancı kaynağın temsilcilik maliyetleri; yabancı kaynağın geri ödenmesini temin etmek için getirilen kısıtlamaların işletmenin yatırım kararları üzerindeki etkisi sebebiyle oluşan refah kaybı ve optimalın altında yatırım politikası, varlık ikamesi, kreditörler ve işletme yöneticilerinin gözetim ve garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri, iflas maliyetleri ve yeniden yapılanma maliyetleri olarak sıralanabilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976; Harris ve Raviv, 1988; Myers, 1977).

Kaldıraçlı yani sermaye yapısı içinde ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullanan işletmelerin hisse senedi sahipleri riski yüksek olan veya net bugünkü değeri negatif olan yatırımlara yatırım yapabileceklerdir. Bu durum varlık ikamesi problemi olarak isimlendirilmektedir (Harris ve Raviv, 1988). Hisse senedi sahiplerinin riskli yatırımları hayata geçirmek istemesi; yatırımın başarılıyla sonuçlandığında kreditörlere ödenen tutarı değiştirmeyeceğinden bu tutar ödendikten sonra arta kalan tüm getirinin hisse senedi sahiplerine kalmasından kaynaklanmaktadır. Bununla

birlikte, yatırım başarısızlıkla sonuçlanırsa ortaya çıkan maliyetin kreditörlere aktarılacak olması da önemli bir etken olmaktadır (Shapiro ve Balbirer, 2000: 478).

İşletmenin yöneticileri ile hisse senedi sahiplerinin aynı kişi olduğu durumda, riski yüksek ve net bugünkü değeri negatif veya alternatif yatırım fırsatlarına göre görece küçük olan yatırımların hayata geçirilmesi halinde işletmeye yabacı kaynak transferi gerçekleştiren kreditörlerden, hisse senedi sahiplerine refah transferi olacaktır ve işletmenin değeri düşecektir. Bununla birlikte işletmeye yabancı kaynak transfer eden kreditörlerin servetlerindeki düşüş, işletmenin değerindeki düşüşten fazla olduğu sürece hisse senedi sahipleri oluşan bu değer transferinden kazançlı çıkacaklardır. Buna göre, işletme değerindeki söz konusu azalış önlenemeyen kayıp maliyeti olarak adlandırılmakta olup, maliyetten kaynaklanan yabancı kaynak temsilcilik maliyetleri içinde anılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Myers (1984), negatif bugünkü değere sahip yatırımların hayata geçirilmesi yahut pozitif net bugünkü değere sahip yatırımların gerçekleştirilmemesi durumunu açıklamıştır. Buna göre kaldıraç oranı yüksek olan bir işletmenin yatırım kararları ile kaldıraçsız bir işletmenin yatırım kararları farklı olacaktır. Kaldıraç oranı yüksek olan işletmeler, potansiyel net bugünkü değeri pozitif olan yatırımları yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle finanse etmekten kaçınacaklardır (Barclay et al, 1995: 8). Diğer bir deyişle, kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerin yatırım kararları objektif olamayabileceğinden, söz konusu işletmelerin değeri, ortaya çıkan temsilcilik maliyeti nedeniyle azalacaktır (Myers, 1977: 3).

İşletmeye yabancı kaynak sağlayan kreditörler, servetlerinin azalmasını engellemek ve yabancı kaynağın geri ödenmesini temin etmek adına bazı kısıtlamalar getirmektedir. Bu kısıtlamaları şu şekilde sıralandırmak mümkündür: İşletme özkaynaklarının belirli şartlar altında korunmasını sağlamak (Gerek hisse senedi yatırımcını gerekse de yabancı kaynak sağlayıcılarını korumak adına Türk Ticaret Kanunu işletmelerin özkaynaklarının ödenmiş sermayesinin üçte birinden az olamayacağını şart koşmuştur.), dağıtılacak temettü tutarını belirli bir şarta bağlamak, potansiyel ilave yabancı kaynak teminini engellemek. Söz konusu kısıtlamaları yabancı kaynağın gözetim maliyetlerini oluşturmaktadır.

Yabancı kaynaklara ilişkin olarak belirtilen temsilcilik maliyetlerinden bir diğer ise iflas ve yeniden yapılanma maliyeti olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletmeler iflasa maruz kaldıklarında hisse senedi sahipleri işletme üzerindeki tüm haklarını kaybetmektedirler. Yabancı kaynak sağlayan kreditörler ise, yabancı kaynakların defter değeri ile işletmenin toplam değeri arasındaki farkı yüklenilmektedir. İflas maliyetleri içinde, yabancı kaynaktan doğan hakların belirlenmesi ve geri ödemelerin yapılmasına ilişkin olan yeniden yapılanma planı maliyetleri de yer almaktadır. Buna göre, iflas maliyetleri, iflasa maruz kalındığı durumda, yabancı kaynak sağlayan kreditörlere yapılacak ödemeleri azaltmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). İşletme değerini azaltacak yatırımların hayata geçirilmesi ve yabancı kaynak sağlayan kreditörlerden işletme hisse senedi sahiplerine doğru olan refah transferinin önlenmesi için gözetim ve denetim faaliyetinde bulunulması, yabancı kaynağın dışsal finansman içindeki payının artması yabancı kaynağın temsilcilik maliyetini arttırmaktadır.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre özkaynak ve yabancı kaynağın temsilcilik maliyeti toplamını minimum yapan optimal oran, optimal dış kaynak oranı olarak ifade edilmektedir. Buna göre, sermaye yapısını optimal yapan oran yabancı kaynağın temsilcilik maliyeti ile yabancı kaynağın faydasının dengelendiği noktada oluşmaktadır. Diğer bir deyişle, kaldıraç oranının yani toplam kaynaklar içindeki yabancı kaynak oranının artması, yöneticilerin etkinliğini arttırarak özkaynaklar üzerinden temsilcilik problemini azaltmaktadır. Jensen (1986)'e göre ise işletme kaynakları arasında yabancı kaynakların bulunmasının temsilcilik maliyetini azaltan bir unsur olması nedeniyle yabancı kaynak kullanmak hisse senedi sahipleri açısından yöneticiler üzerinde olumlu yönde bir kontrol etkisi sağlamaktadır (Jensen, 1986).

Yabancı kaynakla finansman sağlamada, kaldıraç oranının yükselmesiyle birlikte yabancı kaynak üzerinden temsilcilik maliyetinin artması bir maliyet unsuru olarak kabul edilmektedir. İşletmeler için optimal kaldıraç oranı, yabancı kaynağın marjinal maliyetinin marjinal faydasına eşit olduğu diğer bir deyişle hisse senedi sahiplerinin refahlarının en çok olduğu dolayısıyla işletme değerini en çoklaştıran noktada olmak zorundadır (Jensen, 1986). İşletmeler iflasa maruz kaldıktan sonraki süreçteki aşama olan tasfiye durumu hisse senedi sahipleri tarafından tercih edilen bir durum olmamakla birlikte, işlerinin elden gidecek olması nedeniyle işletme yöneticileri tarafından da istenmeyen bir durum olarak görülmektedir. Yabancı kaynakla finansman sağlamak, yabancı kaynak sağlayan kreditörlere işletmeyi

tasfiye sürecine zorlama imkânı vermekte olup, söz konusu durum temsilcilik probleminin azalmasına neden olabilecektir (Harris ve Raviv, 1988).

İşletme yöneticileri ellerinde serbest olarak bulundukları fonları temettü olarak hisse senedi sahiplerine dağıtmak yerine net bugünkü değeri negatif olan yatırımları hayata geçirmeyi tercih edeceklerinden, söz konusu yatırımların yapılması her şart altında yöneticilerin sağlayacağı faydayı arttırmaktadır. Bununla birlikte, yabancı kaynakla finansman sağlamak, yöneticilere ellerindeki fonlar için çeşitli kısıtlamalar getirmek suretiyle aşırı yatırım problemini önleyecek ve hisse senedi sahiplerinin refahını olumlu şekilde etkileyecektir (Stulz; 1990). Ancak tersine, yabancı kaynakla finansman sağlamak yöneticilerin ellerindeki fonlar için çeşitli kısıtlamalar getirmiş olması nedeniyle, serbest nakit tutarının azalmasına ve pozitif net bugünkü değere sahip yatırımların hayata geçmesine engel de olabilmektedir (Stulz, 1990). Sonuç olarak Jensen ve Meckling (1976)'in temsilcilik maliyeti teorisine göre işletmeler, optimal sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak ve yeni hisse senedi ihraç edilmek suretiyle elde edilecek kaynağın temsilcilik maliyetlerini minimize eden noktayı bulmaya çalışmaktadırlar. Buna göre, işletmelerin değeri temsilcilik maliyetleri nedeniyle M&M'in iddia ettiği gibi sermaye yapısından bağımsız olmamaktadır.

Bunun aksine, Zwiebel (1996) tarafından öne sürülen yerleşiklik hipotezi, yöneticilerin işletme içindeki sermaye payının artmasının hisse sendi sahipleri açısından olumlu bir sonuca yol açmayacağını ifade etmiştir. Teoriye göre, yöneticilerin işletme içindeki sermaye payının artmasının yöneticilerin gereksiz

harcamalarda bulunmasına neden olacağı savunulmaktadır. Ayrıca, bir işletmenin düşmanca ele geçirilme ihtimalinin, yöneticilerin daha fazla yabancı kaynak kullanarak işletmenin hedef haline gelmesinin önlemesi ile sonuçlanacağı da vurgulamaktadır (Zwiebel, 1996). Kısaca, sermaye yapısında yabancı kaynak oranının artmasının işletme ele geçirmelerini engelleyeceği ve işletme yöneticilerinin emniyette bulunma duygusunu önleyeceğini ve sonuçta da işletme değerinin arttıracağını belirtmektedir.

Diğer taraftan literatürdeki bir diğer görüşe göre ise, yöneticilerin işletmedeki sermaye paylarının yükselmesinin yöneticilerdeki emniyette bulunma duygusunu arttırmakta olduğu ve yöneticilerin işletmenin finansman ihtiyacını yabancı kaynak ile giderme eğilimlerini azaltmalarına neden olacağı savunulmaktadır (Agrawal ve Mandelker, 1987; Mehran, 1992; Friend et al, 1988; Berger et al, 1997). Temsilcilik problemi konusundaki diğer bir önemli çalışmada, bahsi geçen yazarlara göre işletme yöneticilerinin, her halükarda işletmenin faaliyetlerine devam etmesini isteyecekleri vurgulanmaktadır. (Harris ve Raviv, 1988). Harris ve Raviv (1988)'e göre kaynaklar içinde yabancı kaynak oranının artması, işletmenin likiditesinin olumlu etkilenmesine olanak sağlayacaktır. Ancak Harris ve Raviv (1988) modelinde yabancı kaynak kullanan işletmelerin iflas maliyetleriyle karşılaşma riskinin daha fazla olacağı belirtilmektedir.

1.2.7 Piyasa Zamanlaması Teorisi

İşletme yöneticileri sermaye yapılarını belirleyecek finansman politikalarını oluştururken yabancı finansman kaynağı sunanların şartları ve piyasa durumu ile yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynağı elde edebileceği piyasa koşullarını ve durumunu incelemektedirler. Buna göre, işletmeler sermaye yapılarını belirlerken piyasada zamanlamaya oldukça dikkat edecek, yeni ihraç edecekleri hisse senetlerinin fiyatının mevcut hisse senedi sahiplerinin ellerindeki hisse fiyatlarına göre yüksek olduğu durumda yeni ihraç yolunu tercih edeceklerdir. Buna paralel olarak şayet hisse senetlerinin fiyatı piyasada düşük değerlenmişse, sermaye piyasaları mevzuatı izin veriyorsa, söz konusu fiyattan piyasada işlem gören hisse senetlerini geri satın alma talebinde bulunacaklardır.

Piyasa zamanlaması teorisine göre; piyasalarda yeni hisse senedi ihracı mümkünse ve söz konusu finansman kaynağının maliyeti, alternatif finansman kaynaklarının maliyetine göre görece daha düşükse, işletmeler yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman yöntemini uygulayacaklardır. Bunun tersine, yabancı kaynakların maliyeti alternatif finansman yöntemlerine göre görece daha düşükse, kredi veya borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracı gibi yabancı kaynakların tercih edilmesi gerekmektedir. Kısacası piyasa zamanlaması, hisse senetleri fiyatları yükselince yeni hisse senedini ihracını, hisse senetleri fiyatları düşünce ise geri alım yapılması yoluyla sermaye yapısının oluşturulmasını ifade etmektedir. Piyasa zamanlaması teorisinde amaç, vergi kalkanı etkisi gibi olumlu etkisi olmayan özkaynak maliyetlerinde gerçekleşecek herhangi bir dalgalanma fırsata çevirmek ve

finansal sıkıntı maliyetlerini azaltarak finansman sağlamak olmaktadır (Huang ve Ritter, 2005).

Buna paralel olarak, piyasalarda borçluluğu temsil eden yeni bir menkul kıymet ihracı mümkünse ve söz konusu finansman kaynağının maliyeti, alternatif finansman kaynaklarının maliyetine göre görece daha düşükse işletmeler borçluluğu temsil eden yeni bir menkul kıymet ihracı yoluyla finansman yöntemini uygulayacaklardır. Kısacası piyasa zamanlaması, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin değeri yükselince yeni menkul kıymet ihracını, değeri düşünce ise mevcut menkul kıymetlerin geri alım yapılması yoluyla sermaye yapısının oluşturulmasını ifade etmektedir. Borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin değerini etkileyen en önemli faktör ilgili menkul kıymete ilişkin faiz oranıdır. Buna göre, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin nominal faizinin düşmesinden önce yeni menkul kıymet ihracını, nominal faizinin yükselmesinden önce ise mevcut menkul kıymetlerin geri alım yapılması yoluyla sermaye yapısının oluşturulması gerekmektedir (Barry et al, 2005).

M&M tarafından literatüre kazandırılan çalışmada, işletmeler sermaye yapılarını oluştururlarken, yabancı kaynak ve özkaynak ile finansman maliyetlerinin farklılık arz etmemesi nedeniyle yabancı kaynak ve özkaynak ile finansman tercihinde kayıtsız kalmaktadır. Bununla birlikte, işletme pratiğinde piyasalar M&M belirttiği gibi etkin olmadığından ötürü sermaye piyasalarında bir piyasa zamanlaması yapılarak sermaye maliyetini azaltmak mümkün olabilecektir. Söz

konusu maliyet avantajı piyasaya ilk defa menkul kıymet ihraç edecek işletmeler için geçerli olamayabilecektir.

Myers (1984)'a göre, işletmeler sermaye yapısını oluştururken asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan sorunun olduğu varsayımıyla, işletmelerin yeni hisse senedi ihracı sırasında bir zamanlama (timing) yapmaya çalışmaktadırlar. Bu zamanlama elbette hisse senetleri fiyatlarının görece daha yüksek olduğu dönemlere getirilmeye çalışılarak gerçekleştirilecektir. Buna göre, işletmelerin mevcut hisse senetleri, piyasalarda düşük değerlenmişse işletmelerin yabancı kaynak kullanımı ile finansman sağlama alternatifini değerlendirmeleri gerekmektedir. Söz konusu durumun aksine şayet işletmenin mevcut hisse senetleri piyasalarda değerinden yükseğe alıcı buluyorsa yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlayarak optimal sermaye yapısı oluşturulabilmekte ve sermaye maliyeti minimize edilerek hisse senedi sahiplerinin servetleri en çoklaştırılabilmektedir. Diğer bir deyişle, işletmeler yatırımlarını finanse ederken normal zamanlarda kaldıraç etkisi nedeniyle yabancı kaynakları tercih etmeli ancak piyasa veya işletme için büyüme fırsatları söz konusuysa yatırımlarını yeni hisse senedi ihracı yolu ile finanse etmelidirler.

Piyasa zamanlaması teorisine ilk olarak Baker ve Wurgler (2002) tarafından yazılan makalede değinilmiştir. Baker ve Wurgler (2002)'e göre işletmelerin sermaye yapısı ile işletmelerin hisse senetlerinin geçmiş değerleri arasında bir zamanlanma bulunmaktadır. Bununla birlikte, işletme yöneticileri ve mevcut hisse senedi sahiplerinin servetlerini arttırmak adına gerçekleştirdikleri piyasa zamanlaması, işletmelerin sermaye yapısının nasıl olacağını belirlemektedir.

Kısacası, kaldıraç oranı düşük olan yani sermaye yapıları içinde ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullanmayan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değeri daha yüksek olarak gerçekleşmekte, buna karşın kaldıraç oranı düşük olan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değeri daha yüksek olarak gerçekleşmektedir.

Baker ve Wurgler (2002)'e göre piyasa zamanlaması teorisi iki varsayımla açıklanabilmektedir. (1) İşletme yöneticilerinin ve işletmenin potansiyel hisse senedi sahiplerinin piyasalarda işlem yaparken ve karar alırken rasyonel davrandığı varsayılmakla birlikte, asimetrik bilgi nedeniyle alınan kararlarda rasyonel olunamayabilmektedir. (2) İşletmenin potansiyel hisse senedi sahipleri rasyonel kararlar almadıklarından, işletme yöneticilerinin yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlamanın maliyetinin düşük olduğu durumlarda piyasa zamanlaması yapabileceklerdir.

Piyasa zamanlaması teorisine göre, işletmelerin yabancı kaynaklar düşüldükten sonra kalan defter değeri daha yüksek olan işletmelerin yatırımlarını yabancı kaynak kullanarak finanse etmek yerine yeni hisse senedi ihracı yoluyla finanse etme yolunu tercih edecekleri ifade edilmektedir. Taggart (1977) tarafından yapılan çalışmada yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlayan işletmelerin, yabancı kaynaklarının ve hisse senetlerinin piyasada gerçekleşen değerinin bu tür finansman temin edilmesinde etkili olduğu belirtilmektedir. Söz konusu çalışmaya göre işletmelerin mevcut hisse senetlerinin fiyatı, yöneticiler ve mevcut hisse senedi sahiplerinin zihinlerindeki değerden düşük gerçekleşirse piyasadan yabancı kaynak temin edilmeye çalışılmakta, işletmelerin mevcut hisse senetlerinin fiyatı değerinden

yüksek gerçekleşiyorsa ise piyasaya yeni hisse sendi ihracı yoluyla finansman temin edilme yoluna gidilmektedir.

Piyasa zamanlaması teorisine ilişkin bir diğer çalışmada Marsh (1982), işletmelerin sermaye maliyetlerini istedikleri düzeyde tutup işletme değerini koruyabilmek adına yabancı kaynak özkaynak bileşimlerini uzun dönemde korumak istediklerini belirtmiştir. Ayrıca yöneticilerin ve mevcut hisse senedi sahiplerinin piyasada zamanlama kollayarak piyasadaki avantajlardan faydalanmak istemelerinin işletmenin optimal sermaye maliyetini arttırabileceği de belirtilmiştir. Mars (1982)'a göre işletme yöneticileri, başlangıçta optimal sermaye maliyetini sağlamayan bir sermaye yapısı kurmuşlarsa, yeni hisse senedi ihraç ederek piyasada zamanlama yapabilmekte ve bu durum işletmenin optimal sermaye yapısına gelmesini sağlayabilmektedir.

Bununla birlikte diğer çalışmalarda, bir işletmenin cari hisse senedi fiyatları geçmişte gerçekleşen hisse senedi fiyatlarına göre daha yüksekse o işletmenin, yabancı kaynak ile finansmanı değil, yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansmanı tercih edeceği; cari hisse senedi fiyatları geçmişte gerçekleşen hisse senedi fiyatlarına göre daha düşük ise düştüğünde o işletmenin, piyasada işlem gören hisse senetlerini geri satın alma yoluna gideceği ifade edilmektedir (Hovakimian et al, 2001; Ikenberry et al, 1995).

Piyasa zamanlamasına ilişkin diğer bir çalışmada, piyasa zamanlaması yaparak sermaye yapılarını oluşturan işletmelerin hisse senedi getirilerinin uzun

dönemde başarılı olacağı ifade edilmektedir. Yeni hisse senedi ihracı yoluyla elde edilen kaynağın maliyeti göreli olarak diğer alternatif kaynak maliyetlerine göre daha düşükse yeni hisse senedi ihraç eden işletmeler bu durumdan gerek kısa gerekse uzun vadede kazançlı çıkmaktadırlar (Baker ve Wurgler, 2000). Buna göre, işletmeler piyasadan elde edeceği getirileri en çoklaştırmak için piyasa değerlerinin en yüksek olduğu durumda hisse senetlerini halka açmaya karar vermektedirler.

Bununla birlikte, değerinden yüksek işlem gören hisse senetlerinden avantaj sağlamak adına piyasaya mevcut ortakların hisse senetlerinin satışının yapıldığı veya sermaye artırımı yoluyla yeni hisse senedi ihraç edildiği durumlarda genellikle uzun vadede hisse senetlerinin piyasa fiyatının azaldığı ve yatırımcıların zarara uğradıkları da görülebilmektedir. Şayet yeni hisse senedi ihracından önce veya ilk halka arzlardan önce muhasebe hilesi yapmak suretiyle kazançlar ve varlıklar ederinden daha fazla raporlanmış ve potansiyel yatırımcılar mağdur edilmiş ise, söz konusu hisse senetlerinin değerinin gelecek dönemlerde düşüşe geçmesi kaçınılmaz olacaktır.

Piyasa zamanlaması, işletmelerin yatırımlarını finanse etmek için gerekli olan kaynakları sağlamak için piyasaların en elverişli olduğu durumu kolladığını ifade etmektedir. İşletmeler getirilerini en çoklaştıracakları piyasa zamanlamasını yapabilmek için piyasaları sürekli izlemeli ve piyasalarla ilgili spekülatif bir fikir ortaya koyabilmelidirler. Kaynak sıkıntısı olan ve kaynak maliyetleri yüksek olan işletmeler, herhangi bir kaynak sıkıntısı olmayan ve dolayısıyla kaynak maliyetleri

düşük olan işletmeler ile karşılaştırıldığında bu işletmelerin sermaye yapılarının farklı enstrümanlardan oluşacağı görülebilecektir.

Kaynak sıkıntısı olan işletmelerin likidite düzeyinin yeterli olmadığı ve bu nedenle kaynak maliyetlerinin yüksek olduğu birlikte değerlendirildiğinde bu tür işletmelerin finansal piyasalardan kaynak temin ederken ilave maliyetlere maruz kalacakları bilinmektedir. Bununla birlikte, kaynak sıkıntısı olmayan ve dolayısıyla kaynak maliyetleri düşük olan işletmeler ülkenin ve sermaye piyasalarının genel koşulları olumluyken yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasalarından kaynak sağlayabileceklerdir.

Başka bir açıdan bakıldığında piyasa zamanlaması teorisinin, işletme yöneticilerinin mevcut hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını potansiyel hisse sendi sahiplerinin çıkarlarından daha fazla koruduğunu görmek mümkündür. Diğer bir ifade ile piyasa zamanlaması nedeniyle işletme yöneticileri ile potansiyel hisse sendi sahipleri arasında prematüre bir temsilcilik sorunu doğmaktadır. Piyasa zamanlaması teorisine göre işletmelerin kaynak bileşim maliyetlerini minimum hale getirecek optimal bir sermaye yapısı oluşturması mümkün değildir (Baker ve Wurgler, 2002). Bunun en temel nedeni, herhangi bir zamanda belirlenen bir sermaye yapısının söz konusu dönemlerden önce alınan yeni hisse senedi ihraç kararlarının bir sonucu olması durumudur.

1.2.8 Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi de finansman hiyerarşisi teorisinde olduğu gibi işletme ile ilgili konularda işletme yöneticileri ve hisse senedi sahiplerinin, işletme dışındaki potansiyel yatırımcılara göre farklı düzeyde bilgiye sahip olması temeline dayanmaktadır. Bu bilgi farklılığı, asimetrik bilgi problemi olarak adlandırılmaktadır. Sinyal teorisinin en temel varsayımı, potansiyel yatırımcıların işletmeye yatırım yapma kararlarına temel teşkil edecek olan işletme faaliyetleri, işletme ile ilgili özellikli durumlar, gelecek beklentileri gibi hususlarda doğru karar verebilmek adına yeterli miktarda veriye sahip olamadıkları olarak belirtilmektedir. Yatırımcılar yukarıda bahsedilen neden ile ihraç edilen herhangi bir menkul kıymetin değeri hakkında yeterli bilgiye sahip olamadıklarından ötürü ve ilgili menkul kıymetin değeri piyasada doğru oluşamayacaktır.

Yukarıda bahsedildiği üzere yatırımcılar yatırım yapmaya karar verdikleri işletmenin gerçek değerini; o işletme faaliyetlerine, özellikli durumlarına, işletmenin gelecek beklentilerine, o işletmenin sermaye yapısına, temettü politikalarına bakarak belirlemektedirler. Buna göre, istihdam edildikleri işletmenin geleceği hakkında olumlu beklentileri olan yöneticiler, şayet ihraç ettikleri menkul kıymetler sermaye piyasalarında değerinden daha az işlem görüyorsa, bu durumda ilgili menkul kıymetin değerini arttırmak için zihinlerindeki bu olumlu beklentiyi potansiyel yatırımcılar ile paylaşmak isteyeceklerdir. Ancak bu duruma potansiyel yatırımcılar kuşku duyabilecek, işletmenin piyasalara sunduğu menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde işlem gördüğü kanısına varacaklardır (Megginson, 1997).

Sinyal teorisi ile ilgili olarak literatürde Ross (1977) ve Leland et al (1977) tarafından yapılmış iki temel çalışma bulunmaktadır. Teoriye göre, yöneticiler potansiyel yatırımcılara menkul kıymetlerin gerçek değerine ulaşması için gerekli sinyalleri gönderirse, işletmenin geleceği ile ilgili kendi beklentilerini potansiyel yatımcılara iletmiş olacaklardır. Yöneticilerin bunu yapmasının en temel yolu ise, işletmenin sermaye yapısında yapacağı değişiklikler olacaktır.

Yabancı kaynaklar, işletmeleri anapara ve faizden oluşan ödeme yükümlülüklerine mecbur etmektedir. Söz konusu yükümlülüklerin yerine getirilmeyen işletmeler finansal sıkıntı maliyetleri ile karşı karşıya kalacaktır. Diğer bir ifade ile işletmelerin artan kaldıraç oranı nedeniyle oluşan ve yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli olan fon akımları, potansiyel yatımcılar tarafından olumlu bir gösterge olarak algılanmaktadır. Sinyal teorisine göre; faaliyetleri ve yatırımları bakımında kaliteli olarak kabul edilen işletmeler, ödünleşme teorisi tarafından savunulan optimal kaldıraç oranından daha az yabancı kaynak kullanmaları yeterli olacaktır. Sinyal teorisine göre oluşturulan yabancı kaynak oranı ile ödünleşme teorisinin önerdiği yabancı kaynak kullanımı arasındaki fark kadar olan kısım nedeniyle, işletmelerin gelecek dönemlerde ihraç edeceği yeni hisse senetlerinin olması ihtimali işletmenin o dönemde piyasada bulunan mevcut hisse senetlerinin fiyatını etkilmeyecektir (Barclay ve Smith, 2005).

Sinyal teorisine ilk olarak Ross (1977) tarafından yazılan makalede değinilmiş olup, Ross (1977)'a göre piyasalarda aşırı değerlenen işletmelerin hisse

senedi sahipleri, kaldıraç oranını arttırmak adına yöneticilerini teşvik etme yoluna gitmektedir. Ross (1977) tarafından önerilen modele göre, kaldıraç oranını işletme yöneticileri belirlemekte olup, söz konusu bu oranın potansiyel yatırımcılara işletmenin değerinin piyasada yanlış değerlenip değerlenmediği (aşırı veya değerinden az) konusunda sinyaller göndermekte olduğu varsayılmaktadır.

İşletme yöneticileri gelecekte ortaya çıkabilecek olası finansal sıkıntı maliyetlerine doğrudan ve dolaylı olarak katlanmak zorunda olacaktır. İşletme yöneticilerinin payına düşen maliyet, piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar tarafından bilinmektedir. Bu durumda, kendi faydalarını en çoklaştırmaya çalışan yöneticiler, işletmenin finansal sıkıntı içine düşmesine neden olacak kaldıraç oranını belirleyecekler ve piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara işletme ile ilgili olarak hatalı işlem yaptırıcı sinyaller yerine doğru algılamayı sağlayıcı sinyaller göndermeye çalışacaklardır.

Ross (1977)'a göre, işletmenin finansal sıkıntı maliyetlerinin kendisi üzerindeki doğrudan maliyetlerinin farkında olan işletme yöneticileri, piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara işletmesinin ayrıt edici özelliklerine ilişkin sinyaller göndermektedir. Söz konusu sinyalleri alan piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar, işletmenin hangi risk sınıfında olduğunu dolayısıyla da işletmenin değerinin ne olması gerektiği hakkında bilgi sahibi olmaktadırlar.

Ross (1977)'a göre, işletmenin sermaye yapısı ile değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar

kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerin değerinin daha yüksek olduğunu düşünmektedirler. Bununla birlikte, kaliteli yatırım projelerine sahip işletmeler gerçek durumlarını piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara iletebilmek adına gönderdikleri sinyaller, kalitesiz yatırımlara sahip işletmeler tarafından da benzer şekilde davranılarak taklit edilememektedir. Bunun temel nedeni, kalitesiz yatırımlara sahip işletmeler oluşturdukları sermaye yapısının sürdürülebilirliğini sağlayamayaca ve finansal sıkıntı maliyetleri ile karşı karşıya kalacak olmalarıdır.

İşletmelerin hisse senedi sahipleri piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara oranla kendi yatırımlarının kalitesi ve net bugünkü değeri hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler. Buna göre, halka açık bir işletmenin hisse senetlerinin büyük kısmı kurucu ortakta bulunuyorsa, piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar bu durumu olumlu bir sinyal olarak algılayacak ve bu durum işletmenin kredibilitesini arttıracaktır (Copeland et al, 2005).

1.3 İşletmelerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Günümüzde özellikle artan finansal sıkıntıya girme ihtimalleri nedeniyle işletmelerin karşı karşıya kaldıkları en temel problem sermaye yapısı ile ilgili kararlar olmaktadır. İşletmelerin varlık-kaynak bileşimini oluşturmak için gerekli olan kaynakları nereden, nasıl ve hangi vade ile temin edilmesine ilişkin kararlar sermaye yapısına ilişkin kararları oluşturmaktadır.

Sermaye yapısı kavramı dar anlamda özkaynak yabancı kaynak ilişkisini tanımlarken geniş anlamda, işletmenin menkul kıymetleri, banka kredileri, leasing sözleşmeleri, özel plasman, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlülükleri, vergi yükümlülükleri, iş ve ürün garantileri, yöneticiler ve çalışanların ertelenmiş kıdem tazminatlarını içermektedir (Masulis, 1988).

Sermaye yapısını etkileyen faktörlere ilişkin olarak yapılmış olan ampirik çalışmalara göre; sermaye yapısını etkileyen pek çok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler; işletmelere özgü faktörler ve işletme dışı faktörler olarak ikiye ayrılmaktadır. İşletmelere özgü faktörler; maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, işletmenin büyüklüğü, karlılık, büyüme fırsatları, işletme riskliliği, yabancı kaynak dışı vergi kalkanı, işletmenin yaşı, ürün çeşitleri, temettü politikası, işletmenin temettü ödeyip ödemediği, temsilcilik maliyetleri, hisse senedi getirilerinin volatilitesi olarak sıralanabilmektedir.

İşletme dışı faktörler ise; vergi oranları, hisse senedi ve bankacılık piyasalarının gelişmişlik düzeyi, hisse senedi piyasasının durumu, döviz kuru riski, hazine bonolarının faiz oranı, politik risk, ülke büyüme oranı, kamu yabancı kaynak stoku, faiz oranları, sektör özellikleri, hukuk sistemi, kreditör ve hissedar hakları, enflasyon oranı olarak belirtilmektedir. Bununla birlikte, finansal kurumların sermaye yapısını belirleyen faktörler, bu kurumların kendilerine has özellikleri nedeniyle, finansal olmayan kurumlardan farklılık arz etmektedir. Finansal kurumlar içinde en önemli paya sahip olan bankalar için, sermaye yapısını belirleyen faktörlerin başında hukuki sermaye düzenlemelerine ilişkin yükümlülükler

gelmektedir. Bankalar genelde uymakla yükümlü oldukları sermaye düzenlemelerinin gerektirdiği minimum sermaye oranlarından daha yüksek oranlarda sermaye bulundurmaktadırlar. Bu durum genellikle bankaların olası şoklara karşı ihtiyatlı davranmak istemeleriyle açıklanmaktadır. Ancak son dönemlerde yapılan çalışmalar sermaye yeterlilik oranının belirleyen faktörlerin yalnızca hukuki yükümlülüklerle sınırlı olmadığını, bankalara özgü değişkenlerin de söz konusu oranın ne düzeyde tutulacağını belirlemekte etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

İşletmelerin sermaye yapısını belirleyen faktörlerin belirlenmesinde yaklaşım farklılıkları nedeniyle sonuç birliğine varılması mümkün olmamakla birlikte genel olarak işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

Bir işletmenin toplam varlıkları içinde maddi duran varlıkların oranı arttıkça, bu duran varlıklar işletmeye yabancı kaynakla finansman sağlamış olan tarafların riskinin minimize olmasını sağlamaktadır. Dolayısı ile maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payının artması, kaldıraç oranının yabancı kaynak sağlayanlar açısından gönüllü olarak artmasına imkan sağlamaktadır. Bu husus hukuken teminat altına alınabilirliğinin artması olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin maddi duran varlık seviyesi tasfiye değeri üzerinde etkili olmaktadır. diğer bir ifade ile maddi duran varlıklar iflas durumunda fiyatlamanın daha doğru yapılmasını sağlamaktadır (Deesomsak et al, 2004: 393). Ayrıca herhangi bir finansal sıkıntı durumda maddi duran varlıklar teminat olarak gösterilebilmekte ve durumda yabancı kaynak temini sırasında yabancı kaynağın fiyatlandırılmasını

kolaylaştırmaktadır (Shlefier ve Vishny, 1997: 762). Alternatif kullanımları olan varlıkların tasfiye değeri yüksek olduğu için bu tip varlıkların yabancı kaynakla finanse edilmesi gerekmektedir. Ayrıca yüksek tasfiye değerine sahip olan işletmelerin daha yüksek yabancı kaynak düzeyine sahip olması gerekmektedir (Harris ve Raviv, 1990: 323). Maddi duran varlıkları değerlemek maddi olmayan duran varlıklara göre görece daha kolaydır. Bununla birlikte maddi duran varlıklar işletmelerin fon ihtiyacının artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla maddi duran varlıkların büyüklüğü arttıkça, işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmek için gereksinim duydukları finansman ihtiyacı artmaktadır.

Yapılan ampirik çalışmalarda yabancı kaynak sağlama ile maddi olmayan duran varlıklar arasında pozitif bir ilişkinin mevcut olduğu bulunmuştur. Maddi olmayan duran varlıkların işletmeye bir imtiyaz getirdiği durumda bu imtiyazın teminat olarak kullanılması ve yabancı kaynakla finansman sağlamayı kolaylaştırması beklenebilmektedir. Bu tip maddi olmayan varlıklara örnek olarak, işletmelerin sahip oldukları müşteri veritabanları, işletmeye imtiyaz sağlayan haklar, patent hakları, franchising hakları, faaliyet hakları gösterilebilmektedir.

İşletmelerin büyüklükleri ile sermaye yapıları arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. İşletmelerin büyüklükleri arttıkça, yabancı kaynaklara olan erişim imkânları artmakta ve yabancı kaynak sağlamanın maliyeti azalmaktadır (Smith, 1977). Küçük ölçekteki işletmeler gerek kredi imkânları gerekse de kısa vadeli fonların görece düşük maliyetleri nedeniyle genellikle kısa vadeli yabancı kaynak sağlamayı tercih etmektedirler. Ayrıca işletmelerin büyüklükleri arttıkça faaliyet

gelirlerinin de artacağı varsayımı altında dış kaynaklardan yararlanma ihtiyaçları da azalacaktır (Rajan ve Zingales, 1994).

Myers ve Majluf (1984) işletmelerin yatırımlarını finanse ederken belirli bir finansman hiyerarşisi teorisine göre hareket ettiklerini belirtmiştirler. Söz konusu yazarlara göre maliyeti en az olan finansman kaynağı elde tutulan ve dağıtılmayan kar ve kar yedekleridir. Finansman hiyerarşisi teorisine göre dış kaynaklarla finansman sağlanması yerine iç kaynaklar daha doğru bir ifade ile dağıtılmayan karlar kullanılmalıdır. Buna göre, karlı işletmelerin dış kaynaklara daha az ihtiyaç duyacağı, faaliyetlerinden kar elde edemeyen işletmelerin ise mecburen dış kaynaklara yöneleceği belirtilebilmektedir. Dolayısıyla karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğu söylenebilmektedir. Bununla birlikte yabancı kaynak sağlayıcısı olan kuruluş veya kişilerin karlı bir işletmeyi tercih edeceği de göz önünde bulundurulmalıdır (Jensen, 1986). Bu duruma göre ise, karlılık ve kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişkinin kurulması gerekmektedir. Ross (1977), yüksek karlılık oranına sahip işletmelerin kaldıraç oranlarının yüksek, düşük karlılık oranına sahip işletmelerin kaldıraç oranlarının düşük olacağını kabul etmektedir. Sermaye yapısı teorisinde, karlılık azaldığında potansiyel finansal sıkıntı maliyetlerinin artması nedeniyle, işletmelerin hedef kaldıraç oranının azalacağı beklenmektedir (Fama et al, 2002: 6).

Yatırım kararları daha esnek, daha açık ve uygulanabilir olan işletmelerde yabancı kaynak sağlama maliyetlerinin dolayısıyla yabancı kaynak sağlama imkanlarının, daha düşük olması beklenmektedir. İşletmenin büyüme fırsatları ile

uzun vadeli yabancı kaynak sağlama imkanları arasında ters bir ilişkinin varlığı kabul edilmektedir.

Faaliyetlerinde başarılı olamayan, finansal açıdan sıkıntı içinde olan işletmeler risk grubu yüksek işletmeleri oluşturmaktadır. Literatürde faaliyet riski; satışların genel ekonomik göstergelere duyarlılığı, rekabet edebilirlik derecesi, faaliyet kaldıraç oranı, fiyat değişkenliği ve rekabet gücü ile ilişkilendirilmektedir (İçerli, 1995). İşletmelerin elde ettikleri yabancı kaynakların ödeyip ödemediği en önemli faaliyet risklerinden birisidir. Faaliyet riskinin olmadığı bir durumda kaldıraç oranının dolayısıyla yabancı kaynak ve özkaynak oranının durumu doğrudan bir anlam ifade etmeyecektir. Yabancı kaynak sağlayan işletmelere bir vergi kalkanı fırsatı sunmakla birlikte, artan yabancı kaynaklar ile birlikte anapara ve faizlerin ödenmeme tehlikesi de beraberinde gelmektedir. Buna göre, artan iflas maliyetleri, işletmelerin kaldıraç oranının azalmasına neden olmaktadır. Örnek vermek gerekirse, bankalar finansal sıkıntı içindeki bir işletmeye sağladıkları kredinin geri dönüşünün olmayacağını düşünerek kredilerini kesecekler yahut faiz oranlarını arttıracaklardır. İflas ihtimalinin arttığı durumlarda işletmeler güvenceli yabancı kaynaklara yöneleceklerdir. Altman Z testi ile ölçülebilen işletme riski, yabancı kaynak sağlama ile işletme riski arasında negatif bir ilişkinin olduğunu belirtmektedir. Bununla birlikte, ödünleşme hipotezine göre de aynı sonuca ulaşılmaktadır. Bunun nedeni işletmelerin, büyük bir iflas maliyeti riskiyle karşı karşıya kaldıkları durumlarda yabancı kaynaklarını azaltma yoluna gidecekleri gerçeğidir. Bununla birlikte, finansal sıkıntının doğrudan iflas ile sonuçlanmadığı durumlarda dahi, işletmeler küçülme politikaları uygularken veya olağan işlerinden doğan faaliyet giderlerinin

azaltılması için yabancı kaynakların oranını azaltmaktadırlar. Korajczyk ve Levy (2003) tarafından yapılan ve finansal sıkıntı içindeki işletmeler için kukla (dummy) değişkenin kullanıldığı çalışmada finansal sıkıntı içinde olan işletmelerin daha az yabancı kaynak kullandığı tespit edilmiştir.

Vergi kalkanı etkisi, yabancı kaynak sağlama için önemli bir neden olarak görülmektedir. İşletmeler, yabancı kaynak elde ettikleri zaman söz konusu olan vergi kalkanından yararlanabildikleri zaman yabancı kaynak sağlamayı tercih edeceklerdir. Buna göre vergi indirimi arttıkça yabancı kaynak maliyetleri azalacak ve dolayısıyla kaldıraç oranı artacaktır.

Amortismanlar, geçmiş yıl zararları ve yatırım indirimleri borç dışı vergi kalkanları olarak sıralanabilmektedirler. Literatürdeki çalışmalarda borç dışı vergi kalkanları ile yabancı kaynak sağlama arasında negatif bir ilişkinin tespit edilebildiği gibi, pozitif bir ilişkinin varlığı da saptanmıştır. Bununla birlikte borç dışı vergi kalkanı gibi vergi indirimleri arttıkça yabancı kaynağın vergi avantajının da azalacağı düşünülmektedir.

Genellikle kuruluşundan itibaren uzun süre geçmiş olan işletmeler diğerlerine oranla daha büyük ve kredibilitesi daha yüksek işletmelerden oluşmaktadır. Bu nedenle yaşlı işletmeler daha fazla yabancı kaynak ile finansman sağlayabilmektedirler. Dolayısıyla, işletmelerin yaşı ile yabancı kaynak sağlamaları arasında pozitif bir ilişki olduğu ifade edilebilmektedir. Rajan ve Zingales (1994)

tarafından yapılan çalışmada, işletmelerin yaşı arttıkça yabancı kaynak kullanma oranının diğer bir ifade ile kaldıraç oranının azaldığını gösterilmiştir.

Tek tip yahut özel karakterde ürünler üretilen işletmelerin finansal sıkıntıya girmesi halinde bundan diğer işletmelere göre daha çok etkileneceği beklenmektedir (Titman, 1984). Artan finansal sıkıntı maliyetleri nedeniyle de bu tip işletmelerin yabancı kaynak temini zorlaşmakta ve artan dış kaynak maliyeleri nedeniyle kaldıraç oranları azalmaktadır.

İşletmelerin istikrarlı bir temettü politikasının olduğu durumlarda bu durumu mevcut ve potansiyel hisse senedi sahipleri olumlu görecekler ve işletmelerin hisse ihracı ile finansman sağlama yoluna gittiklerinde işletmeye yatırımcı olacak iştirak edebileceklerdir. Dolayısıyla düzenli bir temettü politikası olan işletmelerin daha az yabancı kaynak kullanımına gideceği kabul edilmektedir. Temettü ödeyen işletmelerin yabancı kaynak ile daha az finansman sağladıkları gözlemlenmiştir. Sinyal teorisinde olduğu gibi temettü, işletme içi güvenin bir göstergesidir. Frank ve Goyal (2003) tarafından da belirtildiği gibi sinyallerin varlığı yöneticilerin sahip oldukları bilgileri piyasaya yansıttığı için finansman hiyerarşisi teorisinin etkilerini azaltmaktadır. Böyle bir durumda temettü ödeyen işletmelerin iyi durumda olduğu veya temettü ödemeyen işletmelerin kötü durumda oldukları sonucuna varılabilmektedir.

Bir işletmenin hisse senetlerini ellerinde bulunduran yatırımcılar, potansiyel yatırımcılara oranla işletmeyle ilgili daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu nedenle bir

işletmede, karlı ve hisse senetlerinin değerini en çoklaştırıcı yatırım fırsatları bulunuyorsa mevcut hisse sahipleri ilave fon elde etmek için işletmeye yeni hisse senedi sahiplerini davet etmeye ihtiyaç duymayacaklardır.

Literatürde yapılan araştırmalar sonucu hisse senetlerinin getirileri yüksek değişime sahip işletmelerin daha az yabancı kaynak ile finansman sağladıkları ortaya çıkmıştır. Ödünleşme hipotezine uygun olarak daha fazla riskli olan işletmelerin yabancı kaynaklarını azaltma yoluna gideceği ve daha az yabancı kaynak ile finansman sağlayacağı söylenebilmektedir.

Bir işletme içinde bulunduğu sektör nedeniyle; mevsimlik hareketlerden, dönemsel hareketlerden, sektördeki rekabet şeklinden, sektörün ürün yaşam dönemi içinde bulunduğu dönem ve sektördeki yerleşik teamülden etkilenmektedir. Mevsimlik değişikliklerden etkilenen sektörler kısa vadeli finansmana yönelmeli, dönemsel değişikliklerden etkilenen sektörler ise özkaynak yoğun bir sermeye yapısı politikası izlemedirler. Ayrıca, rekabetin yoğun olduğu sektörlerde özkaynak ile rekabetin olmadığı sektörlerde ise yabancı kaynak ile finansman yoluna gidilmesi işletmeler açısından daha uygun olacaktır.

Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi; özel sektör banka kredileri, hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, özel sektör tahvil piyasası kapitalizasyonu, finansal araç çeşitliliği gibi faktörlere bağlıdır. Diğer bir ifade ile sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi özel sektör işletmelerinin yatırımlarına kaynak bulma imkanının genişliğini göstermektedir. Buna göre, işletmelerin para piyasalarından yabancı

kaynak bulabilme ve sermaye piyasalarından kaynak bulabilme özelliği sermaye yapılarını düzenlerken göz önünde bulunduracakları bir faktör olarak görülmektedir. İşletmeler ile bankacılık sektörü arasındaki sıcak ilişkiler işletmelerin iflas etme ihtimallerini azaltacak ve finansal sıkıntı maliyetleri düşecektir (Diamond, 1994). Hisse senedi piyasasının durumu da sermaye yapısı kararlarını etkilen faktörlerden birisidir. Hisse senetlerinin değeri artan işletmeler yeni bir finansman ihtiyacını karşılarken hisse senedi çıkarma yolunu seçerek artan hisse senedi fiyatlarının getirdiği avantajı kullanma yolunu seçebilmektedirler. Bununla birlikte, bir ülkenin ekonomisi büyüdükçe, işletmeler fon gereksinimlerini karşılamak için daha fazla sermayeye ihtiyaç duymaya başlayacaklardır (Wanzenried, 2002).

Enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış olarak ifade edilmektedir. Enflasyon tamamıyla ekonomik bir olaydır ve her türlü ekonomik değişkeni etkilediği için işletmelerin finansman yapısı üzerinde etkili bir faktördür. Bu nedenle, enflasyonun olduğu bir ülkede faiz oranlarının artış hızı birebir reel faiz oranlarına yansımayacak ve işletmelerin lehine olan sonuçlar doğurabilecektir (Durukan, 1998). Bununla birlikte, enflasyonun olduğu bir ortamda, işletmelerin çıkarılmış sermaye tutarı erimekte ve işletmeler enflasyonun hisse senedi fiyatları üzerindeki yıkıcı etkisini azaltmak için bedelsiz sermaye artırımına gitmektedirler.

Hukuk sisteminin etkin ve çalışır olmadığı bir ülkede işletmeler sermaye piyasalarına girmede zorlanacaklardır. Özellikle kreditör ve hisse senedi sahiplerinin haklarının hukuk sistemi tarafından iyi bir şekilde korunması kaldıraç oranının pozitif olarak değişmesi sonucunu doğuracağı açıktır (Wanzenried, 2002). Bir ülkede

uygulanan vergi oranı, o ülkede faaliyet gösteren işletmelerin kaldıraç oranı ile doğrudan ilişkilidir. Vergi oranındaki değişim, işletmelerin kaldıraç oranlarının da değişmesine neden olacaktır. Diğer bir deyişle, optimal sermaye yapısı artan veya azalan vergi oranları nedeniyle değişecektir. Bu nedenle, ülkelerdeki farklı vergi politikaları işletmelerin sermaye yapılarının çeşitlenmesine yol açacaktır. Bununla birlikte, ülkemizde 2000'li yılların başında halka arzları teşvik etmek adına, halka açılan işletmeler için uygulanan vergi indirimi gibi bazı faktörler, işletmelerin yabancı kaynaklara göre tercih etmeyecekleri hisse senedi ihraçlarını arttırmıştır. Söz konusu dönemde vergi teşviklerinden faydalanmak adına 35 işletme İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem görmeye başlamıştır. İlgili dönem öncesi İMKB'de işlem gören işletme sayısı 245'tir.

Bir işletmenin nakit akımları ve gelirleri döviz kurlarındaki değişimden ne kadar etkilenirse, yabancı kaynak seviyesinin o kadar düşük olacağı söylenebilmektedir. Burgman (1996) bu ilişkiyi analiz etmiş ve döviz kuru riskinin işletmenin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğunu göstermiştir. Benzer şekilde, faiz oranları yabancı kaynak maliyetini doğrudan etkilediği için işletmelerin yabancı kaynak sağlama politikaları üzerinde etkili olacaktır. Buna göre, faiz oranlarındaki artış, yabancı kaynak imkanlarının azalmasına neden olacaktır. Kamu hazineleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin miktarı ve faizlerindeki artış neticesinde işletmelerin yabancı kaynak temin imkanını azaltabilecektir.

Politik risk, bir işletmenin faaliyet gösterdiği ülkedeki politik olayların o işletmenin faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilme ihtimali olarak tanımlanabilmektedir. Ulusal anlaşmazlıklar, politik şiddet, sosyal huzursuzluk, rejim değişiklikleri, hukuktan kaynaklanan engellemeler politik riske örnek olarak gösterilebilmektedir. Bir ülkedeki yüksek politik riskten etkilenebilecek işletmeler daha az yabancı kaynak ile finansman sağlamayı tercih edeceklerdir.

1.4 Sermaye Yapısının Ölçülmesi

İşletmenin sermaye yapısı yani bilançonun pasif kısmı pek çok farklı finansal araçtan oluşabilmektedir. Bu finansal araçların her birisinin bir maliyeti bulunmaktadır. Bu finansal araçlar ortaklık katılımı sağlayan finansal araçlar olabileceği gibi işletmeye bir yükümlülük yükleyen araçlar da olabilmektedir. Bununla birlikte, bu iki durumun birleşmesinden oluşan melez finansman araçları da mevcuttur.

İşletmenin faaliyetlerini yürütmek ve yeni projelerini gerçekleştirmek için sağlamaya çalıştığı bu kaynakların her birisinin farklı bir maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyet de genel olarak, "söz konusu kaynağın işletmeye sağladığı para girişinin bugünkü değerini, gelecekte getireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranı" olarak tanımlanabilmektedir (Akgüç, 1998: 439).

Sermaye maliyetinin hesaplanması işletmeler için oldukça önemlidir. Bunun sebepleri arasında aşağıda verilenler gösterilebilmektedir: (1) sermaye bir üretim faktörüdür, (2) sermaye maliyeti projelerin değerlendirilmesinde önemlidir, (3) sermaye maliyeti, işletme değerinin belirlenmesinde önemlidir, (4) sermaye maliyeti optimal sermaye yapısının belirlenmesinde oldukça önemlidir (Sayılgan, 2004: 181-182). İşletme için sermaye maliyetinin hesaplanmasında akademik olarak daha çok AOSM kullanılmaktadır. Böylece, tüm kaynakları içine alan, ortalama bir sermaye maliyeti hesaplanmaktadır. AOSM aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir:

$$\frac{\textbf{(Yabancı Kaynaklar Toplamı) x (Yabancı Kaynaklar Maliyeti)} + \textbf{(Özkaynak Toplamı) x (Özkaynaklar Maliyeti)}}{\textbf{Toplam Kaynak}}$$

1.5 Sermaye Bileşenlerinin Maliyeti

Yabancı kaynağın maliyeti, yabancı kaynağın işletmeye sağladığı nakit girişiyle, faiz veya anapara ödemesi olarak işletmeden nakit çıkışı gerektiren ödemeleri eşitleyen faiz oranıdır. Yabancı kaynağın maliyeti vergiden önce ve sonra olarak hesaplanabilmektedir. Finansman kararları alınırken vergiden sonraki kaynak maliyeti dikkate alınmalıdır. İşletme için sağlanan bu vergi etkisi oldukça önemlidir. Yabancı kaynağın vergi sonrası maliyeti, kaynak maliyetinin (1-vergi oranı) ile çarpılması sonucu elde edilmektedir.

Özkaynak maliyetini hesaplarken, nakit girişi sağlanan tutarla, temettü yoluyla ödenen tutar birbirine eşitlenir. Temettü miktarını tahmin etmek güç olacaktır. Çünkü işletmelerin ömürlerinin sınırsız olduğu kabul edilmektedir. Bunla birlikte temettüler zaman içinde değişiklik göstereceğinden belirli bir tutarlılık da sağlanamayacaktır.

İmtiyazlı hisse senetleri melez kaynak karakteri göstermektedir. Yani bir yandan hisse senedi sahipliği hakkı tanımakta, bir yandan da işletmeye sabit ödemeler yüklemektedir. İmtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti, senet üzerinde yazılı olan temettü veya temettü oranının doğuracağı beklenilen nakit çıkışlarının bugünkü değerini, senet ihracı ile sağlanılan kaynak tutarına eşitleyen iskonto oranına eşittir.

Hisse senedine çevrilebilir tahviller yoluyla kaynak sağlanması ertelenmiş özkaynak finansmanı olarak değerlendirilebilmektedir. Çünkü amaç sonunda özkaynak ile finansman sağlamaktır. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil yoluyla sağlanan kaynağın maliyeti, değiştirme süresi içinde ödenecek faiz ile tahvil karşılığında verilecek hisse senetlerinin değiştirme tarihindeki piyasa değeri toplamını, işletmenin elde ettiği para girişine eşit kılan iskonto oranıdır.

Hisse senedi sahipleri dağıtılamayıp işletme içinde oto finansman olarak kullanılacak kar için bir beklenti içindedirler. Bu dağıtılmayan karın bir alternatif maliyeti söz konusudur. Bu durumdan kaynaklanan maliyet, dağıtılmayan karların maliyetini oluşturmaktadır.

2 SAHİPLİK YAPISI

2.1 Sahiplik Kavramı

Sahiplik kavramı, bir varlığı hukuki çerçevede kullanabilme özgürlüğü olarak tanımlanabilmektedir. Diğer bir ifade ile sahiplik, bireyin menkul veya gayrimenkul varlıklar üzerinde tasarruf hakkını istediği gibi kullanması anlamına gelmektedir. Tanımda yer alan tasarruf hakkı kavramı ile o varlıktan istendiği gibi yararlanmanın, o varlığın alınıp satılması özgürlüğünün yahut başka kişilerce müdahaleye imkân vermeden elinde bulundurulmasının mümkün olduğu kastedilmektedir.

Sahiplik, maddi olarak ifade edilebilsin edilemesin, soyut veya somut var olan her şey için ifade edebilmek mümkündür. Bununla birlikte, sahiplik hukuki olarak sadece para ile ifade edilebilen maddi varlıklar için korunabilmektedir. Sahiplik soyut bir kavram olmayıp bir nevi sosyal hak olarak ifade edilen bir müessesedir. Bununla birlikte, toplumdan topluma ve zamandan zamana değişebilmektedir. Kısacası, sahiplik kavramına ithaf edilen anlam; hukuki, ekonomik ve ahlak değerlerine göre değişebilmektedir (Eren, 1974).

Sahiplik kavramı, kişisel menkul varlık sahipliği, kişisel gayrimenkul varlık sahipliği, fikri varlık sahipliği ve sermaye sahipliği gibi değişik şekillerde ifade edilebilmektedir. Sahipliğin yukarıdaki tanımları ve çeşitleri verilmekle birlikte, bu tez çalışmasında sahiplik çeşitlerinden sadece hisse senedi sahipliği üzerinde durulacaktır. Yukarıdaki tanımlarla birleştirildiğinde, hisse senedi sahipliği, hisse

senetlerini ellerinde bulunduranların söz konusu menkul kıymetler üzerindeki tasarruf haklarını istediği gibi kullanmasını ifade etmektedir. Hisse senedi sahiplerine; bir işletmeye ortak olma hakkı, o işletmenin faaliyetlerine yönetici olarak katılarak yön verme hakkı, o işletmenin faaliyetlerini etkiyecek durumlara ilişkin kararlarda oy kullanama hakkı ve o işletmenin belirli bir dönemde elde ettiği gelirlerden temettü geliri elde etme hakları vermektedir. Bahsedilen bu haklar, hisse senedi sahiplerinin tasarruf haklarını oluşturmaktadır.

Hisse senedi sahiplerinin hakları, Kıta Avrupası ve Anglo-Saxon hukuk sistemlerinde farklı bakış açıları ile ele alınmaktadır. Literatürde Anglo-Saxon hukuk sistemini savunan yazarlar, Kıta Avrupası hukuk sisteminde Anglo-Saxon hukuk sistemine göre hisse senedi sahiplerine daha zayıf haklar verildiğini iddia etmektedirler (La Porta et al, 1999). La Porta et al (1999)'a göre söz konusu farklılığın oluşmasında Anglo-Saxon hukuk sisteminde temel unsur olan emsallere göre hukuk oluşturma ve hakimin hukuk yaratma yetkisi etkili olmaktadır.

2.2 Sermaye Sahipliği

Sermaye sahipliği kavramı ile dar anlamda özkaynaklar kastedilirken; geniş anlamda sermaye sahipliğinde, sadece hisse senetlerini ellerinde tutanların ellerindeki menkul kıymetlerin parasal değeri değil parasal olsun olmasın tüm hususlar ifade edilmektedir. Buna göre sermaye sahipliğinde, hisse senetlerini ellerinde tutanların niceliksel özellikleri ile birlikte niteliksel özellikleri de dikkate

alınmaktadır. Diğer bir ifade ile sermaye sahipliği; işletmenin aile işletmesi olma durumunu, işletmenin kurumsal yatırımcısının olup olmadığını, işletmenin hisse senetlerini ellerinde tutanların arasında yabancı yatırımcının bulunup bulunmadığını işletme yöneticisinin hisse senedi sahipleri arasında olup olmadığını da içermektedir.

Bununla birlikte sermaye sahipliği, hisse senetlerini ellerinde tutanların işletme yöneticileriyle olan ilişkilerini de içeren bir kavramdır. Bir işletmenin sahibi sadece belirli bir aile olacağı gibi, hisse senetleri belirli bir grubun elinde de toplanabilmektedir. Ayrıca yüksek oranlı kurumsallaşmış işletmelerde hisse senetleri miktar olarak çok sayıda yatırımcı tabanına da yayılabilmektedir. Yukarıda belirtilen farklı durumlarda yöneticilerin hisse senedi sahipleri ile olan ilişkisi ve yöneticilerin nitelikleri farklılık arz edecektir. Her farklı durumda yöneticiler ile hisse senedi sahipleri arasındaki ilişkini boyutu, ilişki nedeniyle ortaya çıkan sorunlar ve faydaların türü farklılık arz edecektir.

İşletme pratiğinde genellikle küçük ölçekteki işletmelerde halka açılma söz konusu olmadığından veya olamadığından hisse senetlerini ellerinde tutanlar ile başlangıçta sermayeyi getirenler ve hatta yöneticiler aynı kişiler olmaktadır. Bununla birlikte büyüyen ve halka açılan işletmelerde, halka açılma ile birlikte işletme yöneticilerinin kimin elinde bulunacağı, işletmenin kim tarafından kontrol edeceği sorun haline gelmektedir. Dolayısıyla işletmenin kontrolü de sermaye sahipliği kavramı içinde zikredilebilmektedir.

Yukarıda belirtilen etmenler göz önüne alındığında sermaye sahipliği farklılıklarının işletmenin performansını önemli ölçüde etkileyebileceği ifade edilebilmektedir. Hisse senedi sahiplerinin sayısının azlığı, genel olarak sermaye yoğunluğunun çok olması olarak tanımlanabilmektedir. Daha açık bir ifade ile hisse senedi sahiplerinin sayısı yüksek olan işletmeler düşük sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler, hisse senedi sahiplerinin sayısı düşük olan işletmeler yüksek sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler olarak belirtilmektedir. Buna göre, sermayesi yoğun işletmelerde genellikle; hisse senedi sahibi, yönetici ve sermayeyi getiren kişi aynı kişiler olmaktadır. Bu tür işletmelerde kontrol ve yönetim daha kolay bir şekilde yapılabilmektedir.

Diğer taraftan, sermaye yoğunluğu az olan işletmeler yüksek oranda halka açık işletmeler olmakta ve hisse senedi sahipleri, yöneticiler ve sermayeyi getiren kişiler birbirinden ayrılmaktadır. Söz konusu işletmelerde profesyonel yöneticiler bulunmakta ve ister istemez bir temsilcilik sorunu ortaya çıkmaktadır. İki farklı yoğunluğun aynı anda olduğu sermaye yoğunluğu durumu ise, ortalama bir yoğunluğun olduğu durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre, hisse senetlerinin önemli bir bölümü büyük bir grubun elindeyse işletmenin hisse senedi sahiplerinin bir kısmı işletmede yönetici olarak görev alabilmektedir. Bu durum özellikle ülkemizdeki halka açık aile işletmelerinde sıklıkla görülen bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

Literatürde özellikle sahiplik yapısının işletme performansı üzerindeki etkisine yönelik olarak yapılan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı

gözlemlenmiştir. Sermaye sahipliği yapısı ile işletmenin performansı arasında bir ilişkinin varlığına açıklanmaya çalışıldığı çalışmalar; Berle ve Means (1932), Jensen ve Meckling (1976), Fama (1980), Fama ve Jensen (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Shleifer ve Vishny (1986), Oswald ve Jahera (1991), Pagano et al (1998), Griffith (1999) ve Brailsford et al (2002) olarak sıralanabilmektedir.

Sermaye yoğunluğu, hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan korunup korunmadığı ile ilişkili olarak şekillenmektedir. Hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan korunduğu ülkelerdeki işletmeler, hisse senedi sahiplerinin işletme üzerindeki kontrollerini sürdürmek ve yöneticilerin kötü niyetli davranışlarını önlemek amacıyla daha fazla sermaye sahibi olmak istemektedirler. Hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan yetersiz korunduğu ülkelerde ise, potansiyel yatırımcıların hisse senetlerini düşük değerlendirmeleri gibi nedenlerle, daha düşük yoğunlukta sermaye sahipliği tercih edilmektedirler. Sonuç olarak, hisse senedi sahiplerinin hukuki açıdan daha fazla korunması durumu işletme sermaye sahipliği yoğunluğunun azalmasını beraberinde getirecektir (La Porta et al, 1999).

Bununla birlikte, literatürde tarih sırasıyla, Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Shleifer ve Vishny (1986) ve Morck et al (1988) tarafından yapılan çalışmalarda, sermaye yoğunluğu az işletmelerin, sermaye piyasalarının çok gelişmiş olduğunun kabul edildiği ekonomilerde bile bulunmasının söz konusu olmadığını ifade etmişlerdir. Söz konusu çalışmalar, işletmelerin genellikle sermaye yoğunluğunun ortalama olduğu düzeyde faaliyet göstermeyi tercih ettiklerini vurgulamışlardır. Bununla birlikte, işletme yöneticisinin işletmenin

hisse senedi sahipleri arasından olması, işletme için güçlü bir performans artışı etkisi sağlayabilecektir.

2.3 Sermaye Yoğunluğu Kavramı

Yukarıdaki bölümlerde de üzerinde durulduğu gibi sermaye yoğunluğu, hisse senedi sahiplerinin sayısı ve büyüklüğü ile ifade edilmektedir. Daha açık bir ifade ile hisse senedi sahipleri sayıca çok olan işletmeler düşük sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler, hisse senedi sahipleri sayıca az olan işletmeler yüksek sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler olarak belirtilmektedir. Diğer bir ifade ile, işletme hisse senetlerinin pay ve nicelik olarak önemli bir bölümü birkaç hisse senedi sahibinin elinde toplanmış ise bu tür işletmelere sermaye yoğunluğu yüksek işletmeler; şayet işletmenin hisse senetleri pay ve nicelik olarak küçük küçük parçalar halinde sayıca fazla hisse senedi sahibinin elinde toplanmış ise bu tür işletmelere sermaye yoğunluğu düşük işletmeler denilmektedir.

Sermaye yoğunluğu düşük işletmelerin sahiplik yapıları oldukça belirgin olmakta ve bu durum dolaylı olarak sahiplik yapısı ile kontrol ayrımının net bir şekilde ifade edilebilmesini sağlamaktadır. Bununla birlikte, bu durum sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerde bu kadar rahat tespit edilememektedir. Sermaye yoğunluğu düşük işletmelerde, işletmenin hisse senedi sahiplerinin işletme yöneticileri arasında olmak zorunda olmamaları ve yönetici olma fırsatını yakalayamamaları gibi nedenlerle bu tür işletmelerde rahatlıkla sahiplik ile kontrol

ayrımına gidilebilmektedir. Bununla birlikte, sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerde ise işletmenin hisse senedi sahipleri işletme yönetiminde bir nevi görev almak zorunda olduklarından ötürü sahiplik yapısı ile kontrol ayrımı net bir şekilde ulaşılabilmektedir.

Sermaye yoğunluğu düşük olan işletmelerin yöneticileri, işletme kaynaklarını pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlarını finanse edebilmek için kullanmak yerine; sadece satışları veya sadece büyümeyi en çoklaştıran görsel artışlar, lüks ofis harcamaları, gerekenden fazla bilişim teknolojilerinden yararlanma, özel jet uçaklar tahsis etme gibi lüks tüketim harcamaları, yüksek ücretler talep etme ve kendilerine ek ödemeler yaptırma, miktarı ve niteliği işletme hisse senedi sahiplerinin hoşuna gitmeyen bağışlar yapma, çalışana maaş dışı ek ödemeler yapma, gereksiz istihdam ile aşırı çalışan bulundurma, sosyal yardımlar gibi kendi çıkarlarını arttıran ve sonuçta temsilcilik maliyetlerine yol açan alanlarda değerlendirebilmektedir. Temsilcilik maliyetleri; önlenemeyen kayıp nedeniyle ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri, hisse senedi sahiplerinin gözetim maliyetleri nedeniyle ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri ve temsilcilerin işlerini garanti edici anlaşma maliyetleri olarak sıralanabilmektedir. Sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerde sahiplik yapısı ile kontrol ayrımı net bir şekilde ifade edilebilir olduğundan ve işletme hisse senedi sahiplerinin işletme yönetiminde olmak zorunda olmamaları ve yönetim fırsatını yakalayamamaları nedenleriyle bu tür işletmeler doğrudan yönetici tarafından idare edilmekte ve bu işletmelerin temsilcilik maliyetlerinin arttığı görülmektedir.

İşletmelerin faaliyette bulunduğu süre karlılıklarını, yatırım imkanlarını ve dolayısıyla işletme performanslarını etkileyebilecektir. Bununla birlikte, sermaye yoğunluğu düşük işletmeler, gerek kanunlardaki bir takım zorunluluklar gerekse yatırımcılar tarafından sürekli denetlenmelerinden ötürü genellikle uzun faaliyet dönemleri itibariyle faaliyetlerini sürdüren işletmelerdir.

İşletmeler, pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlarını finanse edebilmek için yabancı kaynak, otofinansman veya yeni hisse senedi çıkarmak suretiyle finansman yoluna gidebileceklerdir. Bununla birlikte, sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerde varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşması nedeniyle faaliyet riskinin yüksek olması ve denetlenme durumunun olmasından ötürü işletmenin finansal bilgilerinin yeterince şeffaf olmaması gibi nedenler ile yabancı kaynak maliyetleri yüksek olabilmektedir. Sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerin genellikle küçük işletmeler olması nedeniyle sermaye yoğunluğu düşük işletmelere oranla daha fazla otofinansmana gitme zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre, ilave sermayeye ihtiyaç duyulduğunda mevcut ortakların işletme dışı varlıklarını işletme sermayesine ilave etme durumu ile karşı karşıya kalınabilmektedir. Söz konusu durum, sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerin kaldıraç oranının sermaye yoğunluğu düşük işletmelere oranla daha az olmasıyla sonuçlanmaktadır.

2.4 Sermaye Sahipliğinin Türleri

Demsetz ve Lehn (1985)'e göre sermaye sahipliği ile işletmenin kontrol edilmesi arasında çok yakın bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, işletmeyi kontrol

etmek ile çeşitli avantajlar elde edilmiş olunacaktır. Genel olarak, diğer hisse senedi sahiplerine göre daha fazla kontrole sahip olan hisse sahibine hâkim ortak denilmektedir. Hâkim ortaklar; belirli bir hissedar grubundan oluşabileceği gibi bir aile işletmesi de olabilmektedir. Sermaye sahipliği türlerinin; aile grubu sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği, yönetici sahipliği, çalışan sahipliği ve geniş tabanlı sermaye sahipliği şeklinde ifade edilmesi mümkündür.

2.4.1 Aile İşletmeleri

Aile işletmeleri, dünyanın hemen her yerindeki bütün ekonomilerde önemli bir rol oynamaktadır. Ekonomilerde sayıca yüzdesel olarak, milli gelire katkısı bakımından ve toplam büyüklük bakımından en fazla orana sahip olan sermaye sahipliği türü aile işletmeleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Gerek gelişmiş ekonomilerde, gerekse gelişmekte olan ekonomilerde bu oran diğer sermaye sahipliği türlerine göre oldukça yüksek seyretmektedir (Cadbury, 2000). Diğer bir ifade ile tüm dünyada her tür sektör açısından aile işletmeleri önemli bir rol üstlenmektedir.

Aile sahipliğinin etkin olduğu işletmeler, diğer sermaye sahipliği çeşitlerine göre daha büyük bir paya sahiptir. Sayıca oldukça fazla olan aile işletmeleri, genel anlamda belirli bir ailenin geçimini temin etmek ve sermayenin sadece o aile içinde kalmasını sağlamak amacıyla kurulmuş işletmelerdir. Aile işletmelerinde, bir aile büyüğü etrafında diğer aile mensuplarının birleşmesiyle bir ortaklık kurulmakta ve

işletmenin faaliyetleri ile ilgili kararları lider aile üyesi tarafından verilmektedir. İşletme yönetim kademeleri aile üyeleri tarafından bölüşülmekte ve yatırım, finansman, büyüme gibi kararlarda aile üyeleri söz sahibi olmaktadır. Buna göre bir işletmenin aile işletmesi olarak isimlendirilebilmesi için; işletmenin kontrolünün aynı aile üyelerinde olması, işletmenin faaliyetlerine ilişkin kararlar alınırken aile üyelerinin söz sahibi olması ve kuvvetli akrabalık ilişkilerinin bulunması gerekmektedir (Mustakallio, 2002).

Aile işletmeleri yaygın inanışa göre küçük işletmeler olmak zorunda değildir. Bir aile işletmesi dünya ölçeğinde olabileceği gibi KOBİ niteliğindeki aile işletmelerinin de bulunması mümkündür. Aile işletmelerinde hisse senedi sahipleri ve işletme yöneticileri ortak bir aileden oluşmaktadır. Gerek yöneticiler ile hisse senedi sahiplerinin aynı kişi olması gerekse de tüm hisse senedi sahiplerinin aynı aileden olması olası bir çıkar çatışmasını engellemekte ve her türlü temsilcilik sorununu da ortadan kaldırmaktadır (Cadbury, 2000). Aile işletmelerinde tüm hisse senedi sahipleri diğer bir ifade ile yöneticilerin temel amacı, birlikte başarı elde etmek ve işletmenin faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamaktır. Bununla birlikte aile üyelerinin birlikte ortak çıkar için çaba sarf etmeleri için geçen süre arttıkça risk ve yatırımın geri dönüşleri de artmaktadır. Aile işletmeleri başarı için, uzun dönemli planlar yapmak ve uzun dönemli kararlar almak zorundadırlar (Anderson ve Reeb, 2003).

Aile işletmeleri yapıları gereği büyüme eğilimi yüksek işletmeler olup, söz konusu büyüme becerisi ile birlikte çeşitli problemler de doğabilmektedir. Aile

işletmelerinin büyümesi ile birlikte ailede yetişmiş kalifiye eleman sıkıntısı doğacak ve oluşacak bu sıkıntının giderilmesi adına bazı görevlerde aile dışı yöneticilere ihtiyaç duyulması gerekebilecek ve yönetim ailenin tekelinden çıkmış olacaktır. Diğer bir ifade ile temsilcilik sorunu aile işletmeleri için de kaçınılmaz olarak ortaya çıkacak ve aile üyeleri bu sorunun yol açacağı maliyetlere maruz kalacaklardır (Cadbury, 2000).

Aile işletmelerinde hisse senedi sahiplerinin hepsi aynı aile üyelerinden oluşmak zorunda olmamaktadır. Başka bir deyişle, bir aile işletmesi eğer halka açık bir işletme ise, aile üyeleri hakim ortak olmakta ve geniş bir sermaye tabanına rağmen sermaye yoğunluğu yüksek olabilmektedir. Bu durumda, hakim ortak olan aynı aileye mensup hisse senedi sahipleri aile çıkarlarını gözeterek azınlık hisse senedi sahiplerinin çıkarlarını zedeleyebileceklerdir.

Aile işletmelerinde kontrolün kaybedilmemesi ve aile içinde tutulması adına yöneticiler aynı aile üyelerinden oluşmaktadır. Buna göre, yönetici olabilmek için eğitim, deneyim gibi objektif faktörler yerine hakim ortak olan ailenin bir üyesi olmak gibi sübjektif faktörler etkili olacaktır. Diğer bir ifade ile aile işletmelerinde yönetim ve kontrolün işletme için bir yarar sağlamaması pahasına elden kaçırılmaması güdüsü hakim olmaktadır.

Aile işletmeleri öncelikle kurucu lider aile üyesi tarafından yönetilmektedir. İşletmenin faaliyetleri, yatırımları ve sermaye yapısı kararları gibi önem arz eden işler kurucu lider aile üyesi tarafından yürütülmekte ve özellikle modern yönetim

tekniklerin uygulanması, modern finansman politikalarının hayata geçirilmesi vb. konularda oldukça tutucu davranılabilmektedir. Kurucu lider aile üyesi tarafından yönetilen işletmelerde yönetim gücü miras yoluyla devredilmektedir.

İşletmeler; doğmakta, gelişmekte ve olgunluk everesi sonunda ise ortadan kalkmaktadırlar. Buna göre her işletmeyi doğuran bir sebep ve ortadan kaldıran bir sebep bulunmaktadır. Aile işletmelerini doğuran sebep ise yukarıda bahsedilen kurucu bir lider aile üyesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurucu lider aile üyesinin kendi ömrü dolduğunda işletme sahipliği ve yönetim yeni bir nesle devredilmek durumundadır. Bununla birlikte, ikinci nesil her zaman bu görevi tamamlayamamakta ve aile işletmesinin devam etmesini sağlayamayabilmektedir. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde, kurucu lider aile üyesi işletme yönetimini bırakmak zorunda kaldığında yeni nesil aile üyeleri yöneticiliği devralmaktadırlar. Gelişmiş ülkelerde görülen bazı örneklerde ise, kurucu lider aile üyesi işletme yönetimi profesyonel yöneticilere devrettiği görülebilmektedir (Bukkart et al, 2003). Bununla birlikte, aile işletmelerinde yönetimin devri aşamasında rekabet ortamı bulunmuyorsa bu durum işletmenin sürekliliğine zarar veren bir husus olarak kabul edilebilecektir.

Aile işletmeleri genellikle küçük ölçekli işletmelerden oluşmakta olup, diğer işletmelere göre daha esnek bir yapıya sahip olabilmektedirler. Ancak, aile işletmelerinin yetişen yeni nesillerle birlikte işletmelerinin sürekliliğini sağlayamamaları sorunu ile karşılaşmaları kaçınılmaz olmaktadır (Schumann, 1999).

Aile işletmelerinin genel özelliklerini; aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür. Aile işletmeleri akrabalık bağlarının güçlü olduğu aile ve toplumlarda görülmektedir. Kurucu liderin aile içinde muteber bir kişi olması gerekmektedir. Ayrıca yönetim kadrosu kurucu lidere gönülden bağlı ve yakın kişilerden seçilmektedir. Aile işletmeleri kâr amaçlı olarak aile üyelerinden birisinin kurucu lider olarak başlattığı ve diğer aile üyelerinin genellikle sonradan katıldığı bir işletmedir. Aile işletmelerinde amaç işletmenin sürekliği adına yeni nesillerin de işletme bünyesinde istihdam edilerek yetişmesinin sağlanmasıdır. Aile işletmelerinde biçimsel bir organizasyon yapısı bulunmamaktadır. Yönetim birimleri ve kademeler arasındaki ilişkiler biçimsel olmayan şekilde doğal yöntemlere dayanmaktadır. Aile işletmelerinde kurucu lider genellikle işletmenin yönetimini tek başına sevk ve idare etmektedir. Aile işletmeleri, kurumsal bir yapının kurulmamış veya kurulamamış olması nedeniyle, yeni kuşaklar ve büyüyen işletme ile birlikte çıkar çatışmasının yoğun olarak yaşandığı bir kurumdur. Aile işletmelerinde yeni nesil uyum sorunu yaşanmakta, liderliğin kurucu liderden devralınmasında sıkıntılar yaşanabilmektedir. Aile işletmelerinde yönetim ve faaliyetler konusunda bir takım alışkanlıklar hakimdir. Aile ve işletme bir bütün olup, genellikle ailenin ismi ile işletmenin ismi birbirinin aynı olmaktadır. Ailenin itibarı işletmenin itibarıdır. Ailenin statüsü işletmenin statüsüdür. Aile ve toplumun norm, değer ve inançları işletme ile ilgili her türlü hususu etkilemektedir. Aile yatırım, finansman ve politika kararlarında etkili bir şekilde söz sahibi olmaktadır.

Aile işletmelerinin diğer sermaye sahipliği türlerine göre çeşitli avantajları olabileceği gibi çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Bu avantajlar ve dezavantajları; finansal, yönetsel ve kurumsal kültür açısından sağlanan avantajlar ve dezavantajlar olarak üç sınıfa ayırmak mümkündür.

Finansal açıdan aile işletmelerinin en önemli avantajı kaynaklarının neredeyse tamamını özkaynaklar ile oluşturabilmesidir. Bununla birlikte işletmenin karşı karşıya kalacağı finansman sıkıntıları aile üyeleri tarafından çeşitli varlık satışları ile rahatlıkla çözülebilmektedir. Aile işletmelerinin finansman sıkıntısı çekmeyerek daha çok faaliyetlere yoğunlaşması, işletmenin rekabet gücünü artıracaktır. Buna ek olarak, aile üyeleri saygınlıklarını kullanarak da özellikle tedarikçileri ve kreditörler nezdinde sahip oldukları imaj ile finansman konusunda avantaj sağlayabilmektedirler (Müftüoğlu, 1998).

Finansal açıdan aile işletmelerinin en önemli dezavantajı ise, aile üyelerinin ellerinde kaynaklarını özkaynaklar ile oluşturabilmek adına satabilecekleri menkul yahut gayrimenkulün olmaması söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, işletmenin rekabet gücü olumsuz etkilenecek ve işletmenin faaliyetlerini devam ettirememe ihtimali doğacaktır. Bununla birlikte aile işletmeleri çeşitli nedenlerle yabancı kaynak ile finansman sağlamaya genellikle yanaşmamaktadırlar. Aile işletmelerinde finansman ve temettü politikalarından bir disiplinin bulunması da aile işletmelerinin finansal açıdan bir dezavantajını oluşturmaktadır (Müftüoğlu, 1998).

Yönetsel açıdan aile işletmelerinin en önemli avantajı, aile üyeleri arasındaki ilişki düzeyinin yüksek olması ve işletme faaliyetlerinde karşılaşılan sorunlara karşı birlikte hareket edilmesi olarak ifade edilebilmektedir. Aile işletmeleri aile üyeleri tarafından yüksek oranda sahiplenilmekte ve işletmenin gelecek nesillerde de yaşaması için çaba sarf edilmektedir. Aile işletmelerinde her türlü kararın alınması süreci diğer sermaye sahipliği türlerine göre daha hızlı olmakta ve bürokrasinin neden olduğu zaman kayıpları ortadan kalkmaktadır.

Aile işletmelerinin yönetsel açıdan en önemli dezavantajı, aile işletmelerinin merkeziyetçi yönetim anlayışı ile yönetilmeleri olarak ifade edilmektedir. Bu yönetim anlayışına göre, işletme sadece lider kurucunun kararları ile yönetilecek işletmede çalışanlar ve diğer yöneticilerin inisiyatif almaları engellenecektir. Merkeziyetçi yönetim anlayışında, kurucu lider işletme yönetimini bırakmak zorunda kalırsa, işletmelerin faaliyetleri sürdürülemez hale gelecektir (Karpuzoğlu, 2004). Bununla birlikte, aile işletmelerinde yönetim kademelerinin seçiminde aile üyeleri daha ön planda olacaklar ve liyakat veya yetenek gibi objektif kriterler yerine akrabalık bağı en önemli tercih nedeni olacaktır (Ateş, 2005). Aile işletmelerinde kurucu lider genellikle işletme pratiğindeki yeniliklere kapalı bir lider olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum işletmenin büyümesini olumsuz yönde etkileyecektir. Aile işletmelerinde yönetsel açıdan görülen diğer bir dezavantaj ise, gerek yönetim kademesi gerekse de yetki bakımından aile bireyleri arasında ortaya çıkabilecek güç savaşlarıdır. Bu güç savaşları kaynağını çıkar çatışmasından almakta ve işletmenin rekabet gücünü azaltmaktadır.

Aile işletmelerinin işletmeye kurumsal kültür kazandırma açısından da çeşitli avantajları bulunmaktadır. Buna göre, aile değerleri aile işletmelerini için kurum kültürünün oluşmasında büyük etkiye sahiptir. Aile değerleri tüm aile üyeleri için ortak ve vazgeçilmez olacağından yeni veya suni bir kurum kültürünün oluşturulmasına gerek kalmayacaktır. Dolayısıyla aile işletmelerinde kuruma bağlılık suni bir bağlılık değil duygusal bir bağlılık olarak karşımıza çıkmaktadır. Aile işletmelerinde diğer sermaye sahipliği türlerine göre, uyum sorunlarının ortaya çıkması daha az görülen bir durum olarak tespit edilmiştir (Alayoğlu, 2003).

Bununla birlikte aile işletmeleri, genellikle kendi kendine yeten ve gelişmeye çeşitli korku unsurları nedeniyle kapalı olan işletmeler olduklarından asla kurumsal bir yapıya dönmek istemeyeceklerdir. Aile işletmelerinde, gerek işletmenin küçüklüğü gerekse yeni nesillerin kurucu kültürden farklı olması nedeniyle kurum kültürü zaman içinde değişebilmektedir. Aile işletmelerinde gelecek ile ilgili kararlar verilirken bilimsel yöntemlerden ziyade kurucu liderin tecrübeleri ve öngörüleri kullanılmaktadır. Bunun en temel nedeni, kurucu liderin ferasetinin tüm diğer bilimsel yöntem veya görüşlerden daha değerli olduğuna inanılmasıdır (Karpuzoğlu, 2004).

Literatürde tarih sırasına göre aile işletmeleri ve yönetici performansları ile ilgili olarak; McConaughy et al (1998), Mishra et al (2001) ve Filatotchev et al (2005) tarafından çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan McConaughy et al (1998) tarafından yapılan çalışmada, aile işletmelerinin kurucu lider aile üyesinin işletme performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, kurucu lider aile

üyesinin yaşı, halen işletme yönetiminde olup olmadığı ve lider aile üyesi ile aynı aileden birisinin işletme yönetiminde olup olmadığı durumlarda durumunda söz konusu aile üyesinin performansı değerlendirilmeye çalışılmıştır. Buna göre; lider aile üyesinin yaşı arttıkça işletme performansının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Mishra et al (2001) tarafından yapılan çalışmada ise, aile işletmelerinin diğer sermaye sahipliği türlerindeki işletmelere göre riskten daha çok kaçınmakta oldukları tespit edilmiştir. Ayrıca söz konusu çalışma sonuçlarında, aile işletmeleri sermaye yapılarını oluştururken özkaynak ile finansman sağlamayı daha çok tercih edecekleri belirtilmiştir. Filatotchev et al (2005) tarafından yapılan çalışmada, sermayenin bir ailenin kontrolünde olmasının, işletmenin performansı üzerinde etkili olup olmadığı incelenmiştir. Filatotchev et al (2005)'e göre, aile işletmelerinin performansının diğer sermaye sahipliği türlerinde belirlenen performans kriterlerine göre farklı olmamaktadır. Bununla birlikte bir işletmenin hisse senedi sahipleri arasında kurumsal yatırımcılar ve/veya yabancı hisse senedi sahipleri bulunması durumunda işletmelerin performansı bu durumdan olumlu etkileneceği tespit edilmiştir.

Literatürde Faccio ve Lang (2002) tarafından yapılan çalışmada Avrupa ülkelerindeki işletmelerin sermaye sahiplik yapıları incelenmiş olup, Avrupa ülkelerinde ağırlıklı olarak aile sahipliğindeki işletmelerin ve geniş tabanlı sermaye sahipliğinin yaygın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, özellikle Birleşik Krallık'ta geniş tabanlı sermaye sahipliği Kara Avrupa'sında ise aile sahipliğindeki işletmelerin hakim olduğu görülmektedir. Çalışmada ayrıca, işletmelerin aktiflerinin küçüklüğü aile işletmesi olup olmaması arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, finansal kurumların

genellikle aile sahipliği dışındaki sermaye sahipliği türlerinden, aile işletmelerinin ise reel sektör işletmelerinden oluştuğu görülmektedir (Faccio ve Lang, 2002). Literatürdeki diğer bir çalışmada ise King ve Santor (2008) Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye sahiplik yapısını incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre, aile sahipliğindeki işletmelerin, geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelere göre bilançolarında daha fazla yabancı kaynak tuttukları gözlemlenmiştir. Bununla birlikte çalışmada, aile sahipliğindeki işletmelerin piyasa değerlerinin defter değerlerine olan oranının geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelere göre daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.2 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Özellikle gelişmiş ekonomilerde sermaye piyasalarının en önemli aktörleri kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar genellikle yatırım bankaları olmakla birlikte, temel olarak diğer işletmeleri kendi aktif büyüklüğü içinde toplayan finansal kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile azınlık pay sahiplerine küçük yatırımcı denmesi halinde, işletmenin hisse senetlerinin büyük bölümünü ellerinde tutan kurumsal yatırımcılar büyük yatırımcı olarak tanımlanabilmektedir. Kurumsal yatırımcılar; yatırım bankaları, mevduat bankaları, sigorta şirketleri, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve kurumsal emeklilik ve yatırım fonları olarak faaliyet gösterebilmektedirler.

Kurumsal yatırımcılar temel olarak bir portföyü yönetmekte olup, diğer piyasada aktörlerine göre daha büyük tutarda ve oranda yatırım yapmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar yatırım bankası ve mevduat bankası ise kendi nam ve hesabına, sigorta şirketi ise başkası (müşterisi) nam ve hesabına işlem yapmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar, gerek kısa vadede yatırım amaçlı menkul kıymet alım satımı, gerekse uzun vadede bir işletmeye ortak olarak yatırım yapan kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar bilimsel yöntemlerle piyasayı sürekli gözlemlemekte ve verdikleri bilinçli kararlar ile yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Kurumsal yatırımcılar sürekli yatırım yapan bir kurum olmakla birlikte yatırımlarını finanse edecekleri kaynaklarını; mevduatlardan, sendikasyon kredilerinden, sigorta poliçesi ödemelerinden ve fon gelirlerinden oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcılar kaynaklarını daha yüksek getiri oranı sağlamak amacıyla genellikle uzun vadede değerlendirmektedirler.

Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların yeterli olmayan zamanı eksik olan, bilgi düzeyi ve aşırı çekingen veya cesur risk algısı dikkate alındığında, bireysel yatırımcılar için daha bilimsel yöntemler kullanarak onlar adına yatırım kararları alan kurumlardır. Kurumsal yatırımcıların en önemli özelliği portföy çeşitlendirmesi yapmalarıdır. Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında ortaya çıkan bilgiyi bireysel yatırımcılara göre daha kolay elde etmekte ve söz konusu bu bilgileri daha doğru yöntemlerle işleyerek bireysel yatırımcılara göre daha işlevsel hale getirebilmektedirler.

Kurumsal yatırımcılar bir tür ölçek ekonomisi oluşturmakta ve sermaye piyasalarındaki bilgisinin küçük yatırımcılar için ulaşılır kılmakta ve küçük yatırımcı için veri olan yüksek işlem maliyetlerini azaltmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar yukarıda bahsedildiği gibi, kısa vadeli portföy yatırımları yaptıkları gibi yatırım yaptıkları işletmelerin kontrolünü ele geçirmek ve büyük pay sahibi olarak o işletmenin nakit akımları üzerinde söz sahibi olmak için de yatırım yapabilmektedirler. Bu tür kurumsal yatırımcıların temel amacı, iyi gelir getiren işletmelere yatırım yaparak ellerindeki fonlardan elde edecekleri faydayı arttırmaktır. Buna göre, kurumsal yatırımcı işletmelerin gelirlerini veya performanslarını iyileştirme amacı gütmemeli fayda arttırıcı etkisi olmayan işletmelerdeki yatırımlarını geriye çekmelidirler.

Kurumsal yatırımcılar ellerinde bulundurdukları fonları yönetirken kendi müşterisi veya fon kaynağı adına kararlar almaktadır. Şayet kısa vadeli bir yatırım stratejisi izlenmiş ise, fon kaynağı yatırım nedeniyle oluşabilecek riskleri düşürmek isteyecek ve kurumsal yatırımcının bu isteklere göre davranmasını talep edebilecektir. Bunun tersine kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları işletmelerin kontrolünü ele geçirmek ve büyük pay sahibi olarak o işletmenin nakit akımları üzerinde söz sahibi olmak istediklerinde ise temsilcilik sorununun doğmasına neden olabilecektirler.

Sermaye piyasaları pratiğinde kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım yaptıkları işletmelerin kontrolünü ele geçirmek ve büyük pay sahibi olarak o işletmenin nakit akımları üzerinde söz sahibi olmak yerine kısa vadeli portföy

yatırımları yaptıkları görülmektedir. Bunun en temel nedeni, piyasaların etkin piyasalar hipotezinde belirtildiği gibi etkin olarak çalışmamasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenlerle kurumsal yatırımcılar beklenilenin aksine piyasada aktif bir şekilde değil pasif bir şekilde faaliyetlerini yürüten yatırımcılar olarak karşımıza çıkmaktadırlar (Duggal ve Millar, 1999).

Govori (2003) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yatırımcılar; yatırım fonları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları şeklinde sınıflandırılmışlardır. Yatırım fonları, küçük yatırımcılardan katılma belgeleri karşılığında toplanan fonlarla, katılma belgesi sahipleri adına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, portföy işletmek amacıyla kurulan mal varlıklarına denilmektedir. Yatırım fonları yatırımlarını; hisse senedi, tahvil/bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföylerde değerlendirirler.

Sigorta poliçesine bağlı kurumlar, riski yatırımcısı adına üstlenen kurumsal yatırımcılardır. Sigorta kısaca, benzer tehlikelere karşı kişilerin, belirli bir meblağ ödenmesi yoluyla toplanan tutarın, o tehlikenin gerçekleşmesi sonucuna bağlanması durumu olarak tanımlanmaktadır. Sigorta ile poliçede veya sözleşmede belirtilen zarara uğrayanın zararı karşılamakta ve bir nevi risk kişilerden kurumlara transfer olmaktadır. Sigortanın temel işlevi, zararı ekonomik açıdan önemsiz bir duruma getirmek ve kişilerin tek başına karşılayamayacakları zararları bir organizasyon aracılığıyla karşılar hale getirmektir. Sigorta şirketi söz konusu organizasyonu, sigorta poliçesi veya sözleşmesi aracılığıyla yerine getirmektedir. Buna göre, sigorta

şirketleri diğer bir ifade ile sigorta poliçesine bağlı kurumlar katılımcılarından fon toplayarak riskleri üstlenen kurumlar oldukları için söz konusu riskin gerçekleşmesi halinde mağdur olmamak adına topladıkları fonları karlı yatırımlara kanalize etmek durumundadırlar.

Sigorta poliçesine bağlı kurumsal yatırımcılar, topladıkları fonların karakteristiği gereği uzun vadeli ve çok fazla katılımcıya sahip fon kaynaklarını kullanmaktadırlar. Toplanılan fonların sayıca fazla olması ve vadesinin uzunluğu diğer bir ifade ile likit hale gelmesi ihtimalinin azlığı nedeniyle bu tür kurumlar diğer kurumsal yatırımcılara oranla daha yüksek riski olan ve dolaylı olarak getirisi yüksek olan finansal enstrümanlara yatırım yapmaktadırlar.

Ülkemizde kurumsal yatırımcı kavramı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKN) ile tanımlanmakta olup, kurumsal yatırımcılar; yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve sigorta şirketleri olarak ifade edilmektedir. Gerek sermaye piyasaları gerekse mal piyasaları açısından gelişmekte olan ülkeler arasında olan ülkemiz, kurumsal yatırımcı kavramını genellikle bankacılık sektörü şemsiyesi altında uygulamaya geçirmektedir. Bununla birlikte, İMKB tarafından yayımlanan 307 sayılı genelge kapsamında, hisse senetleri piyasası bünyesindeki pazarların etkinliğinin artırılması amacıyla; menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin, borsa yatırım fonları katılma belgelerinin, varantlar ve diğer yapılandırılmış ürünlerin ayrı bölümler halinde özel bir pazar bünyesinde, işlem görmelerini ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde

oluşmasını temin etmek üzere kurumsal ürünler pazarı kurulmuştur. Bu kapsamda söz konusu pazarda (ayrıca sigorta şirketleri ve yatırım bankalarının işlem gördüğü pazarlarda) işbu tez çalışmasının hazırlanması dönemi itibariyle; 26 adet yatırım ortaklığı, 12 adet yatırım fonu, 4 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı, 23 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı, 2 adet yatırım bankası ve 6 adet sigorta şirketi işlem görmektedir.

Kurumsal yatırımcılar; mal piyasalarına da, sahipliğin el değiştirmesi yoluyla dolaylı olarak aracılık etmekte, sahipliğin tabana yayılmasını sağlama, fonların zaman, mekan ve sektörler arasında transfer olmasını sağlama, risk kontrolünün etkiliğini arttırma, varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı azaltma, asimetrik bilgi sorununun çözümüne yardımcı olma gibi işlevleri yerine getirmektedirler (Aras ve Müslümov, 2001).

Sermaye piyasalarının artan işlem hızı ve azalan işlem maliyetleri birlikte düşünüldüğünde, küçük yatırımcıların da kurumsal yatırımcılar gibi istediği zamanda istediği coğrafyada istediği işlemi yapması söz konusu olmaya başlamıştır. Bununla birlikte, kurumsal yatırımcılar büyük sermayelere hükmettikleri için etkinliklerini arttırmaktadırlar. Çıkarlarını ve faydalarını en çoklaştırmaya çalışan küçük ancak rasyonel kararlar vermek isteyen yatırımcılar da, kurumsal yatırımcıların kurdukları ve yönettikleri fonlara katılabilecek veya işletmelere ortak olarak kurumsal yatırımcılar gibi piyasayı etkin bir şekilde yönetme imkanlarına kavuşacaklardır.

Literatürde kurumsal yatırımcılar ile ilgili olarak Duggal ve Millar (1999) tarafından yapılan çalışmada, işletmelerin hisse senetlerine sahip olmak isteyen kurumsal yatırımcıların o işletmeye hakim olmadan önce ve hakim olduktan sonra işletme performansının bu durumdan nasıl etkilendiği üzerinde durulmuştur. Çalışmada, kurumsal yatırımcıların işletmeye devralmasının işletme performansında olumlu sonuçlar doğurduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ko et al (2007) tarafından yapılan çalışmada ise, yabancı kurumsal yatırımcıların yatırım yapacakları işletmeleri seçerken hisse senetlerinin büyük bir kısmının küçük yatırımcıların elinde olan işletmeleri tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte yabancı kurumsal yatırımcıların, defter değerinin piyasa değerine oranı düşük olan diğer bir ifade ile piyasada daha fazla değerlenen işletmelerin hisse senetlerini tercih ettikleri tespit edilmiştir. Bununla birlikte, Cornett et al (2007) tarafından yapılan çalışmada ise, kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine sahip olduğu işletmelerin performansları incelenmiştir. Söz konusu çalışmada, hisse senetleri kurumsal yatırımcıların hakimiyetinde olan işletmelerin performanslarının diğer işletmelere göre daha fala olduğu tespit edilmiştir.

2.4.3 Yönetici Sahipliği

İşletme pratiğinde işletmenin hisse senetlerinin sahiplerinin aynı zamanda işletmede yönetici olduğu durumla da karşılaşılabilmektedir. Bu durum, hisse senedi sahipleri ile işletme yöneticileri arasında doğması muhtemel temsil sorununu engellemek amacıyla uygulamaya geçirilmektedir. Diğer bir ifade ile işletmenin

hisse senedi sahipleri kendi servetlerini en çoklaştıracak yatırımların hayata geçirilmesi adına ve yöneticileri teşvik etmek amacıyla yöneticileri işletmeye ortak olarak dahil etmektedirler.

Yönetici sahipliğinde, yöneticilerin işletmenin hisse senetlerinin çoğunluğunu ellerinde bulundurması şart değildir. Bununla birlikte, yönetici sahipliği işletmelerin yönetimlerinde bulunan profesyonel yöneticilerin aynı zamanda işletmenin hisse senetlerine de sahip olması ile mümkündür. Yöneticiler, sermayenin tabana tam olarak yayıldığı ve hakim bir hisse senedi sahibinin olmadığı geniş tabanlı sahiplik durumunda etkinliklerini arttırmakta, düşük sermaye oranları ile neredeyse işletmenin tüm faaliyetlerindeki kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar.

İşletmenin hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar, yöneticilerden elde edecekleri verimi arttırmak ve böylece servetlerini en çoklaştırmak amacıyla, yöneticileri işletmenin hisse senedi sahibi yaptıkları bilinmektedir (Himmelberg et al, 1999). İşletmenin yöneticileri işletmeyi kendi varlıkları gibi görmeleri için yapılan bu uygulama ile yöneticiler kendi çıkarlarını da yükseltmek adına net bugünkü değeri negatif olan yatırımları hayata geçirmekten kaçınacaklardır. Bu şekilde yöneticiler işletmeyi sahiplenecek ve diğer hisse senedi sahipleri ile ortak bir amaç için uğraşacaklardır

Himmelberg et al (1999) tarafından yapılan çalışmada, işletme hisse senedi sahiplerinin işletme yöneticilerinin kontrol düzeyini arttırması halinde, temsilcilik sorunu ortaya çıkacaktır. Bu durumda yöneticilerin kendi çıkarlarını gözeten

harcamalar yapacağı, negatif net bugünkü değere sahip yatırımları gerçekleştireceği ve politikaları uygulayacağını belirtilmektedir. Çalışmada bununla birlikte, yöneticilerin hisse senedi sahipliği içindeki oranın işletme değerine olan etkisi de incelenmiş olup, çalışma sonucunda yönetici sahipliğinin işletme değerini olumlu bir şekilde etkilediği ancak bunun oranının iyi ayarlanması gerektiği vurgulanmıştır. Himmelberg et al (1999) tarafından yapılan çalışmada, yöneticilerin sermayenin küçük bir oranına sahip olduğunda bu durumun yöneticileri teşvik ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, bu durum işletmenin değerinin arttıracaktır. Bununla birlikte, yöneticilerin sermayede sahip olduğu oran arttığında ise işletme değeri bu hususta olumsuz yönde etkileneceği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile işletme yöneticisinin işletme üzerindeki kontrol düzeyi arttıkça yönetici kendini daha fazla savunabilecek ve riskli ve karlı yatırımları gerçekleştirmek gibi işletme değerini azaltan faaliyetlerde bulunacaktır.

İşletmenin bütün hisse senetlerinin sahibi olan bir yönetici kendisini işletmenin değerini en çoklaştıracak kararlar almak zorunda hissedebilecektir. Daha önceki bölümde açıklandığı üzere, işletme yöneticilerinin işletme özkaynakları içindeki paylarının artması ile birlikte yöneticilerin işletmeye olan pozitif ilgisi artacak, hisse senedi sahipleri ile aralarındaki temsilcilik problemleri azalacak ve azalan temsilcilik problemleri temsilcilik maliyetlerini düşürecek ve sonuçta işletmenin değeri artacaktır (Jensen ve Meckling, 1976). Bununla birlikte, yönetici sahipliği durumunda, riski yüksek ve net bugünkü değeri negatif veya alternatif yatırım fırsatlarına göre görece küçük değere sahip olan yatırımların gerçekleştirildiğinde işletmeye yabacı kaynak transferi gerçekleştiren kreditörlerden,

hisse senedi sahiplerine refah transferi gerçekleşecektir ve buna mukabil olarak işletmenin değeri de düşecektir. Diğer taraftan, işletme yöneticileri genel olarak ellerinde serbest olarak bulundukları nakdi, temettü olarak hisse senedi sahiplerine dağıtmak yerine net bugünkü değeri negatif olan yatırımları hayata geçirmeyi tercih edeceklerinden, işletmenin hisse senedi sahipleri yönetici sahipliğine imkan vererek söz konusu yatırımların yapılmamasını ve temettülerin dağıtılmasını sağlayabileceklerdir.

2.4.4 Çalışan Sahipliği

İnsan; zekâsı ve bilgisi ile işletmenin kaynakları yönlendiren, teknolojiyi uygulamaya geçiren ve girdileri işletme için yararlı ve anlamlı çıktılara dönüştüren özellikleri nedeniyle işletmelerdeki en önemli unsurdur. Geniş anlamıyla insan, dar anlamıyla ise çalışanlar işletmenin faaliyetlini yürütürken karşılaşacakları sorunları fırsata dönüştüren ve işletmeye özgü kültür profilini oluşturan unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışanlar yaptıkları işten ve iş çevresinden memnun oldukları sürece daha verimli çalışacaklardır. Bu verimliliği arttıracak bir faktör de çalışanların yaptıkları iş nedeniyle elde ettikleri gelirden ekonomik tatmin elde edebilmeleridir.

Çalışan sahipliği, temel olarak kişilerin (işçi, memur, çalışan) istihdam edildikleri işletmenin hisse senetlerine sahip olmasını ifade etmektedir. Bu durum, hisse senedi sahipleri ile işletme çalışanları arasında bir temsilcilik sorununun doğmaması için yapılamaktadır. Bununla birlikte, çalışanları motive etmek ve teşvik

sağlamak amacıyla işletmenin hisse senedi sahipleri, kendi servetlerini en çoklaştıracak şekilde işletmenin her türlü faaliyetinde en yüksek çabanın sağlanması adına çalışanları işletmeye ortak olarak kabul etmektedirler.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen özelleştirme süreçlerinde sosyal anlayış gereği çalışanların işletmeye ortak olarak katılmaları sağlanmaktadır. Ülkemizde faaliyet gösteren kamu sahipliğindeki bir demir-çelik fabrikasının özelleştirilmesinde de çalışanların işletmeye ortak olarak olması yolu açılarak çalışanlar için bir teşvik verilmiştir.

Çalışanları Hissedar Yapma Planı (Employee Stock Ownership Plan) olarak adlandırılan yöntem de çalışan sahipliği kavramı içinde yer almaktadır. Çalışanları Hissedar Yapma Planı özetle, işletme çalışanlarına işletmenin sahipliğinin bir bölümünün verilmesi ve çalışanların da işletmenin kârlılığı, değer artışı ve performansından dolaylı olarak değil doğrudan etkilenmesinin sağlanması imkanı olarak tanımlanabilmektedir.

2.4.5 Kamu Sahipliği

Kamu otoriteleri; ekonomik, ideolojik ve sosyal nedenlerle mal ve hizmet piyasalarına girebilmektedir. Tüm dünyada kamunun piyasalara müdahale etmesinin ve işletmeler kurarak ekonomik faaliyetlerde bulunmasının altında değişik nedenler bulunmaktadır. Ülkelerin yürürlükteki ekonomik sistemlerine, ülke ekonomilerinin

gelişmişlik düzeylerine ve ülkenin gelecekte varmak istedikleri hedeflere göre kamunun ekonomik yaşama olan müdahaleleri değişik olmaktadır.

Kamu otoritelerinin piyasada doğrudan ürün ve hizmet üreterek katkıda bulundukları ekonomiler genellikle sosyalist ve karma ekonomik sistemleri benimseyen ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Bununla birlikte, dünya ekonomisinde, çeşitli dönemlerde ortaya çıkan ekonomik krizler, kamu otoritesinin ekonomiye doğrudan müdahale etme gereklerini ortaya çıkarmıştır. Kamu otoriteleri söz konusu krizler neticesinde, ekonomiye dolaylı müdahalelerde bulunmakla birlikte, doğrudan kamuya ait işletmeler kurmak suretiyle ekonomide aktif roller de üstlenmişlerdir. Kamu otoriteleri söz konusu işletmeler yoluyla ekonomide denge unsuru olmayı başarmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler kamu eliyle kurdukları işletmelerle; kalkınmalarını sağlamış, özel sektörün ulaşmadığı sektörlere ulaşmış, özellikli işlerin gerçekleştirilmesini sağlamış ve gelir dağılımında adaletin sağlanmasına yardım edebilmişlerdir (Korkut, 2007).

Bununla birlikte, liberal ekonomik görüşü benimseyen ekonomistler tarafından kamu otoritesi tarafından ekonomiye müdahale edilmemesi gerektiğini vurgulamakta ve piyasalarda serbest piyasa kanunlarının hüküm sürmesi talep edilmektedir. Liberal ekonomik görüşü benimseyen ekonomistlere göre kamu otoritesinin, ekonomide etkin bir aktör olmaması gerekmekte, sadece piyasaları denetleyen ve piyasayı yaşanan gelişmelerine göre yeniden düzenleyen bir otorite olması gerekmektedir.

Kamu otoritesi, piyasada faaliyetlerini sürdüren bir işletme üzerinde söz sahibi olabilmektedir. Sermayesinin tamamı veya belirli bir kısmına kamu otoritesinin sahip olduğu bir işletme, genellikle doğrudan kar amacı gütmemekte daha çok sosyal sorumluluk amaçlanmaktadır. Bununla birlikte, kamu işletmelerinde de karın en çoklaştırılması amaçlanabilmektedir.

Kamu işletmeleri genel olarak; sermayesinin tamamı veya belirli bir kısmı doğrudan yahut dolaylı olarak kamu otoritesine ait olan, kamu otoritesinden ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olan, kâr amacı gütmekten çok, kamu hizmeti ve sosyal amaçlar için kurulmuş, üretim ve ticaret işleri ile uğraşan kuruluşlardır. Kamu işletmeleri yukarıda bahsedildiği üzere, kamu otoritesinin piyasalara müdahale etmek zorunda kalması veya müdahale etmek istemesi sonucunda ortaya çıkmıştır.

Kamu sahipliği ile özel sektör tarafından ücretsiz olarak yapılamayacak olan ve kamu hizmetleri olarak adlandırılan savunma, güvenlik, eğitim, sağlık, yaşlılar ve çocuklar için sığınma yerleri gibi bazı hizmetler doğrudan yapılabilmektedir. Söz konusu hizmetler, kamu sahipliğindeki işletmeler tarafından gerçekleştirilirken bir finansman kaynağına da ihtiyaç duyulmaktadır. Bu kaynak, ülke vatandaşlarından çeşitli yollarla tahsil edilen vergiler olmaktadır. Bununla birlikte, eğitim ve sağlık gibi bazı kamu hizmetleri özel sektör tarafından da belirli bir bedel ödenmek üzere karşılanabilmektedir.

Kamu otoritesi sahipliğindeki işletmeler genellikle faaliyet gösterdikleri sektörlerde tekel durumundadırlar. Tekel piyasasında rekabet edebilmek oldukça güç

olmakta ve bu piyasasının kendine has bir fiyat üretim dengesi bulunmaktadır. Söz konusu tekelci piyasa dengesi piyasaların etkin olmadığı bir noktada kurulmaktadır. Kamu otoritesi sahipliğindeki işletmeler toplumun çıkarları doğrultusunda faaliyet göstermelerine rağmen bu piyasalarda etkinliğin sağlandığı anlamına gelmemektedir. Bununla birlikte, kamu sahipliğindeki işletmelerin müşterileri kamunun daha açık bir ifade ile halkın kendisi olduğundan kamu sahipliğindeki işletmeler halkın çıkarlarını gözetmek zorunda kalmaktadırlar.

Özel sektör işletmelerinde belirli bir dönem sonunda elde edilen kar hisse senedi sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda paylaştırılmakta veya otofinansmanda kullanılmaktadır. Bununla birlikte, kamu sahipliğindeki işletmelerde kar elde etmek asıl amaç olmamakla birlikte elde edilen karın tamamının halka yararlı faaliyetlerden kaynaklanması amaçlanmaktadır.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ülkemizdeki kamu sahipliğindeki işletmelere örnek olarak gösterilebilmektedir. KİT kavramı kamusal kaynakları kullanmak suretiyle ekonomik alanda faaliyet gösteren kamu sahipliğindeki işletmeleri ifade etmek üzere kullanılmaktadır. KİT'ler, kamunun sosyal ve ekonomik ihtiyaçlarına cevap verebilmek adına kurulmuşlardır. Genel olarak KİT'lerin kuruluş amaçları; ekonomik kalkınmayı sağlamak, tekelleri kamu eliyle işletmek, özel sektörün başaramayacağı veya giremediği işleri yapmak, ekonomiye yön vermek, özel sektöre öncülük etmek ve gelir dağılımını düzenlemek şeklinde özetlenmektedir.

Günümüz dünyasının hakim ekonomik görüşü olan liberal düşünce, sınırlı devlet anlayışını kabul etmekte ve kamu sahipliğindeki işletmelerin piyasalardan çekilmesi adına bu işletmelerin özelleştirmelerini desteklemektedir. Tüm dünyada özelleştirme talepleri genişlemekte ve başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere pek çok ekonomi özelleştirme yolu ile piyasa mekanizmasına müdahaleden çekilmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi dünya ölçeğindeki uluslararası kurumlar da kamu sahipliğinin yerini etkinlik ve verimlilik adına diğer sahiplik türlerinin alması için çalışmalar yapmaktadırlar (Perotti, 2004). Özelleştirme, dar anlamda mutlak olarak bir sahiplik devrini içermekte ve söz konusu devir sırasında kamu sahipliğindeki işletmelerin sermayesinin yarısından fazlasının sahipliğinin değişmesi gerekmektedir. Geniş anlamda özelleştirme ise; kamu sahipliğindeki maddi ve finansal varlıkların diğer sahiplik türlerindeki taraflara (aile işletmelerine, geniş tabanlı katılımcıların olduğu işletmelere, kurumsal yatırımcıların olduğu işletmelere, yabancı yatırımcıların sahip olduğu işletmelere ve çalışanların sahip olduğu işletmelere) satışını, mal ve hizmet üretmek veya dağıtmak için imtiyaz hakkı verilmesini ve söz konusu üretim ve dağıtımla ilgili olarak düzenleyicilik hakkının verilmesini içermektedir.

Liberal ekonomik sistemin temel mantığı gereği, kamu sahipliğindeki işletmelerin performansının diğer sahiplik türlerindeki işletmelere göre daha düşük olması beklenmektedir. Bununla birlikte, Sun et al (2002) tarafından yapılan çalışmada, kamu sahipliği ile performans arasında dolaylı ancak pozitif bir ilişkinin var olduğu ifade edilmektedir. Araştırma sonucuna göre, kamu sahipliğindeki

işletmelerin halka açılması sırasında, gerçekleşen halka açıklık oranı ne kadar az olursa işletmelerin performanslarının o kadar yüksek olacağı ifade edilmektedir.

Kamu sahipliğindeki işletmelerin performansı ile ilgili olarak yapılan bir diğer çalışmada Omran (2004), kamu sahipliğinde faaliyet gösteren işletmelerin özelleştirmeyle birlikte; işletme karlılığı, verimlilik, maddi duran varlık harcamaları ve temettü politikaları gibi pek çok faktörde olumlu gelişmeler olması gerektiği ifade edilmektedir (Omran, 2004). Bu verimlilik ve karlılık artışının altında yatan en büyük faktör, özelleştirme ile birlikte istihdamda yaşanan düşüş olarak belirtilmektedir.

2.4.6 Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği

İşletmenin sahipleri arasında hakim ortakların (bir aile grubu, kurumsal yatırımcı, kamu otoritesi gibi) bulunmadığı ve sermayenin pek çok katılımcı tarafından getirildiği işletmeler geniş tabanlı sermaye sahipliğine sahiptirler. Geniş tabanlı sermaye sahipliği olan işletmelerde, üst düzey yöneticiler doğal olarak işletmedeki en etkili kişiler olmaktadırlar. Söz konusu işletmelerde, hakim ortak bulunmadığından ötürü işletme yönetim kurulunun seçiminde hiçbir bireysel ortak doğrudan etkili olamamakta ve işletme yöneticisi hisse sendi sahiplerine eşit mesafede bulunanlar arasından seçilmektedirler.

Pinkowitz ve Williamson (2001), Faulkender (2004) ve Güney et al (2003) tarafından yapılan çalışmalarda işletmelerin sahipleri ne kadar geniş bir tabanda temsil ediliyorsa, hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasındaki asimetrik bilginin o kadar azalacağı ifade edilmektedir. Bununla birlikte, La Porta et al (1999) geniş tabanlı sermaye sahipliğinde işletmenin hisse senedi sahiplerinden hiçbirinin tüm hisse senetlerinin yüzde onundan fazlasına sahip olamayacağını belirtmektedir. Söz konusu işletmelerde, kontrol bir ortak elinde toplanmayacak ve faaliyet etkinliği ancak bu şekilde sağlanacaktır.

Bir ülkede yürürlükte bulunan hukukun işletme hisse senedi sahiplerini koruma düzeyi o ülkenin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile doğrudan ilişkilidir (La Porta et al, 1999: 27). Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, genel anlamda yatırımcılar dar anlamda işletme hisse senedi sahipleri, gerek kardan pay almak gerekse işletme yönetimine katılmak açısından gerekli düzenlemelerin yapılmadığı ülkelerdeki yatırımcılara göre daha çok hakka sahip olacaklar ve daha da önemlisi bu haklarını istedikleri gibi kullanabileceklerdir. Buna paralel olarak, Morck et al (2003)'a göre geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelerin tüm ekonomilerde görülebilmesi için kanunların özellikle ve öncelikle küçük yatırımcıları korumaları gerekmekte ve şartlar oluştuğunda da sert önlemlerin alınması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile ekonomilerde geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelerin çok fazla olmamasının en önemli nedeni kanunlardaki küçük yatırımcıyı koruyan düzenleme eksiklikleridir.

Bireysel küçük yatırımcılar yüksek gelir elde etmekten daha çok sürdürülebilir gelir elde etme amacı gütmektedirler. Söz konusu sürdürülebilir gelir de ancak kanunların işletme hisse senedi sahiplerini korumasıyla sağlanmaktadır. Hukuki koruma ile; küçük yatırımcılar daha cesur hale gelecek ve ellerindeki fonları piyasaya arz edecek böylece işletmelerin kaynak bulma güçlüklerinin azalması sağlanacak ve yatırımların çeşitlendirilmesi ile yatırım riski azaltılabilecektir. Azalan risk işletmelerin sermaye maliyetlerini düşürecek dolayısıyla işletme değerlerini olumlu bir şekilde etkileyecektir (Georgakopoulos, 2001).

Bununla birlikte, geniş tabanlı sermaye sahipliği yöneticilerin hisse sendi sahiplerince gözetim altında tutulması maliyetini de beraberinde getirmektedir. İşletme yöneticilerinin hisse senedi sahipleri refahını azaltan yatırımlara ve harcamalara yönelmesi durumunu engellemek ve yöneticileri denetlemek adına hisse senedi sahipleri gözetim faaliyetlerinde bulunacaklardır. Temsilcilik maliyetlerinin bir türünü oluşturan gözetim maliyetleri; kontrol ve denetim yetkisinin hisse senedi sahiplerinin elinden alınıp yöneticilere verilmesinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, geniş tabanlı sermaye sahipliği kavramı sonunda oluşan yönetici tiranlığını, demokrasi ile yönetime geçen sivil dikta rejimlerine benzetmek mümkün olabilecektir. Gözetim maliyetlerine ilave olarak, geniş tabanlı sermaye sahipliği işletme hisse senedi sahiplerine; yönetici istihdamı sırasında oluşan işe alım maliyetlerine, herhangi bir nedenle işletme yöneticisini işten çıkarılma maliyetlerine ve yöneticinin söz konusu durumu kendi çıkarları için kullanma durumunda ortaya çıkacak servet kaybına yol açacağı belirtilmelidir.

Coffee (2001) tarafından yapılan çalışmada, geniş tabanlı sermaye sahipliğinin; ekonomisi ve piyasaları güçlü ve şeffaf, finansal tabloların hazırlandırılmasında ciddi kuralları olan ve denetim ile kontrol mekanizmaları yüksek olduğu ortamlarda ortaya çıkabileceği ifade edilmiştir. Geniş tabanlı sermaye sahipliği işletme kontrolünün hisse senedi sahiplerinin elinden almakta ve demokratik yöntemlerle seçilmiş yöneticilerin ellerine vermektedir. Buna göre geniş tabanlı sermaye sahipliğinde ana kural, hisse sahipliği ile kontrolün birbirinden ayrılmasıdır. Söz konusu ayrımda dikkat edilmesi gereken husus kontrol ile sahiplik kavramlarının birbirinden ayrılırken kontrol hakkının tamamen devredilmesinin mümkün olmadığı gerçeğidir. Diğer bir ifade ile söz konusu işletmelerde hisse senedi sahiplerinin oydan yoksun hisse senedi sahipleri gibi düşünülmemesi gerekmektedir. Geniş tabanlı sermaye sahipliği kavramını, spor kulübü taraftarlığına benzetilebilmek mümkündür. Bir spor kulübünün binlerce destekçisi ve gönüllüsü olmakta ancak kulüp yönetimi seçilmiş kişilerce yürütülmektedir.

Geniş tabanlı sermaye sahipliğinde kontrol yöneticilerin ellerinde bulunduğundan, hisse senedi sahipleri işletme kaynaklarını doğrudan yönetememektedirler. Buna göre, hisse senedi sahiplerinin servetlerinin ne olacağı yöneticiler tarafından belirlenmektedir. Diğer bir ifade ile geniş tabanlı sermaye sahipliğinde, yöneticiler hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklaştırmaktan uzaklaşarak negatif net bugünkü değere sahip yatırımları rahatlıkla hayata geçirebileceklerdir. Bu durum kuşkusuz işletme yöneticilerini, hisse senedi sahiplerinin yanında oldukça güçlü hale getirecektir.

Bununla birlikte, finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, işletme hisse senedi sahipleri gerek zaman tasarrufu gerekse faaliyet çeşitliliğini sağlamak adına tüm kontrolün yöneticilerin elinde olduğu söz konusu yapıdan vazgeçemeyecektir. Diğer bir ifade ile küçük yatırımcılar açısından çeşitli avantajların sağlandığı geniş tabanlı sermaye sahipliği, yatırımcılar açısından hala önemli bir sermaye birliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel ekonomi açısından geniş tabanlı sermaye sahipliğinin sağladığı en önemli avantaj, söz konusu sermaye sahipliği türü sayesinde sermayenin rahatlıkla tabana yayılmasının sağlanması ve böylece toplumun refahının arttırması olarak ifade edilebilmektedir. Yatırımcı açısından diğer bir avantaj ise tabana yayılan sermaye sayesinde sermayesi geniş tabanlı olan işletmelerin diğer işletmelere göre dağıtılacak temettü tutarını arttırmasıdır.

Literatürde Faccio ve Lang (2002) tarafından yapılan çalışmada Avrupa ülkelerindeki işletmelerin sermaye sahiplik yapıları incelenmiş olup, bu ülkelerde ağırlıklı olarak aile sahipliğindeki işletmelerin ve geniş tabanlı sermaye sahipliğinin yaygın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan çalışmaya göre, özellikle Birleşik Krallık'ta geniş tabanlı sermaye sahipliği Kara Avrupa'sında ise aile sahipliğindeki işletmelerin hakim olduğu görülmektedir. Diğer bir açıdan bakıldığında ise, işletmelerin aktiflerinin büyüklüğü arttıkça geniş tabanlı sermaye sahipliğinin yaygınlaşmakta olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelerin genellikle finansal kurumlar olduğu bilinmektedir (Faccio ve Lang, 2002).

Literatürdeki diğer bir çalışmada ise Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye sahiplik yapısı incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, aile sahipliğindeki işletmelerin, geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelere göre bilançolarında daha fazla yabancı kaynak tuttukları gözlemlenmiştir. Bununla birlikte çalışmada, aile sahipliğindeki işletmelerin piyasa değerlerinin defter değerlerine olan oranının geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelere göre daha az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile geniş tabanlı sermaye sahipliğindeki işletmelerin performanslarının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir (King ve Santor, 2008).

2.5 Sermaye Sahipliğini Açıklayan Değişkenler

Sermaye sahipliği kavramı; işletmenin aile işletmesi olup olmama durumunu, işletmenin kurumsal yatırımcısının bulunup bulunmadığını, işletmenin hisse senetlerini ellerinde tutanların arasında yabancı yatırımcının olup olmama durumunu ve işletme yöneticisinin hisse senedi sahipleri arasına alınıp alınmadığını da içermektedir. Dolayısı sermaye sahipliği ifade edilirken sermayeyi kontrol eden kişi veya kurumların sermaye içindeki ağırlıkları ifade edilmektedir.

Bu çalışmada işletme sahipliği kavramı incelenirken yabancı yatırımcı sahipliği, aile işletmesi sahipliği gibi gerek matematiksel olarak belirlenmesi zor gerekse de tespit edilmesi çok mümkün olmayan değişkenlerin kullanılmasının güçlüğü bilindiğinden, bunun yerine yıllar itibariyle değişkenlik gösterebilecek ve

dolayısıyla ekonometrinin aradığı nitelikte veriler olabilecek değişkenleri kullanmak durumunda kalınmıştır. Aşağıda verilen değişkenler, sermaye sahipliğini ifade edebilmek için literatürde sıklıkla üzerinde durulmuş değişkenlerdir.

2.5.1 Birinci ve İkinci Büyük Ortak

La Porta et al (1999)'a göre kontrol gücünü ellerinde bulunduran hisse senedi sahipleri ile azınlık durumundaki hisse senedi sahipleri (minority shareholders) arasında bir temsilcilik sorunu ortaya çıkması kaçınılmazdır. Hisse senedi sahipleri içinde kontrol gücünü ellerinde bulunduranlar işletmenin nakit akımları üzerinde daha fazla etkili olmaktadır. İşletmenin sermayesine büyük oranda sahip olanlar işletmedeki kontrol güçlerini; oy kullanmada imtiyaz sağlayan hisse senetleri ve holdingleşme yoluyla arttırmaktadırlar. Pedersen ve Thomsen (1997)'e göre bir hisse senedi sahibinin işletmenin toplam hisse senetleri içindeki payı yüzde 20 ile yüzde 50 arasında ise söz konusu hisse senedi sahibi büyük ortak olarak nitelendirilebilmektedir. Dolayısıyla birinci büyük ortağın işletmedeki hakim ortak olabilmesi için sermaye payının yukarıda belirtilen düzeyde olması gerekmektedir.

Bir sermaye yoğunluğu değişkeni olarak birinci büyük ortak, işletmenin en büyük hissesine sahip olan hisse senedi sahibinin toplam hisse senetleri içindeki payını göstermektedir. İşletme sermayesi içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi sahibi diğer hisse senedi sahiplerine göre yönetim kararlarında daha etkili olacaklardır. Dolayısıyla işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek adına vermek

zorunda olacakları; yatırım politikaları, finansman politikaları, faaliyetlerle ilgili kararlarda, pazarlama politikalarında, üretim politikalarında ve temettü politikalarında doğrudan etkiye sahip olacaklardır. Bununla birlikte işletmenin sahiplik yapısında ikinci yahut üçüncü sırada yer alan hisse senedi sahipleri de yönetim kararlarında etkili olabileceklerdir.

Birinci büyük ortak sadece yatırım amaçlı olarak değil, doğrudan işletmeyi yönetme amacıyla da işletmelere ortak olabilmektedir. Bu durum en genel ifadesiyle holdinglerde kendini göstermektedir. Bir işletmenin, diğer bir veya birden fazla işletmeye, bunların idaresine hakim olacak şekilde katılması, diğer bir deyişle bunların hisse senetlerine sahip olması ve/veya yönetim kurulunda kendi iradesine tabi yönetici bulundurması holding ilişkisi olarak nitelendirilmektedir. Holdingleşmede amaç; riskin dağıtılması, vergi avantajı ve rekabet avantajı sağlanmasıdır.

Yukarıda bahsedildiği üzere, söz konusu birinci yahut ikinci büyük hisse senedi sahibi, bir aile işletmesi olabileceği gibi gerek yerli gerekse de yabancı kurumsal yatırımcılardan da oluşabilecektir. Diğer bir ifade ile hakim ortaklar işletmeden işletmeye farklılık göstermekte ve tespit edilip ayrıştırılarak analiz edilmesi güçleşmektedir. Bununla birlikte, matematiksel bir büyüklükten yola çıkılarak rahatlıkla ifade edilebilen birinci hisse senedi sahibini anlamlı ve doğru olarak belirlemek daha mümkün olmaktadır. Daha genel bir bakışla ise, birinci büyük hisse sahibinin değişken olarak kullanılması yerli veya yabancı kurumsal yatırımcı ve aile işletmelerini de dolaylı olarak içerecektir. Bununla birlikte, kurumsal

yatırımcı ile aile sahipliği arasında teorik ve uygulamada önemli farklar olduğu da gözden kaçırılmayacaktır.

Ülkemizde faaliyet gören pek çok işletme ya doğrudan yabancılar tarafından kurulmuş yahut daha sonrasında yabancılar tarafından ele geçirilmiştir. Son yıllarda ülkemizde yabancılar tarafından sahip olunan işletme oranı gün geçtikçe artmaktadır. Bankacılık sektörü düzenleyici kurumunun onayları doğrultusunda özel bankalar ve özelleştirme çabalarının sonuç vermesi sonucunda da pek çok kamu kuruluşu yabancı hisse senedi sahipleri ile tanışmaktadırlar. İşletmeler özellikle kurumsal yabancı hisse senedi sahipleri tarafından idare edilmeye başlandıklarında bu durum işletmeye; yeni bilgiler ve teknolojiler ile birlikte yüklü miktarda sermaye transferi de sağlamaktadır. Ancak yabancı yatırımcıların tek tek işletme bazında sahip oldukları sermaye oranları günümüzde ulaşılabilir veriler arasında bulunmamaktadır. Dolayısıyla söz konusu değişkeni de matematiksel olarak ifade edebilmek mümkün hale gelmemektedir.

Bu tez çalışmasında İMKB internet sitesi verilerine göre 1998–2009 yılları arasında İMKB'de işlem gören 179 imalat işletmesinin sahiplik yapısı incelenmiş ve birinci ile ikinci büyük ortakların verilerine ulaşılmıştır. Söz konusu değişkenler temel bağımsız değişkenler olarak ilerleyen bölümlerde açıklanacak modelde kullanılmıştır.

2.5.2 Halka Açıklık Oranı

Halka açıklık oranını ifade etmeden önce halka arz ve halka açık işletme tanımlarının yapılması gerekmektedir. Halka arz temel olarak, halka her türlü yoldan çağrıda bulunarak işletmelerin ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarının organize piyasalarda devamlı işlem görmesi için satışını ifade etmektedir. İşletmeler halka arzı, hisse senedi çıkarmak suretiyle gerçekleştirebilecekleri gibi borçlanma aracı çıkararak da gerçekleştirebilmektedirler. Bununla birlikte bu çalışmada halka arz hisse senetlerinin halka arzı olarak tanımlanacaktır.

İşletmeler halka arz ile hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara duyuru yoluyla satmaktadırlar. Söz konusu duyuru yazılı veya görsel basın, el ilanları veya herhangi bir surette dağıtılması yahut internet ilanları ile yapılabilmektedir. Halka arz işletmelere; yeni ve ilave finansman olanakları sağlaması, likidite sağlanması, ulusal ve uluslararası alanda tanınırlık, kurumsallaşma ve kredibilite artışı gibi faydalar getirmektedir. Bununla birlikte, halka arz, işletmeler için bir finansman kaynağı sağlamanın yanı sıra, işletmenin yabancı kaynak elde etme gücünü de olumlu etkilemektedir. İşletmelerin halka açılması, ilave kaynak sağlaması avantajı ile işletme tarafını, sermayenin tabana yayılması ve riskin çeşitlendirilmesi ile ise yatırımcıyı memnun edecek bir sermaye piyasası eylemidir.

Halka arzın tanımından sonra yapılması gereken ikinci bir tanım ise halka açık işletmenin tanımıdır. Buna göre, halka açık işletme SPKN'de belirtildiği üzere, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan işletmeler olarak

tanımlanabilmektedir. SPKN'ye göre hisse senedi sahibi sayısı 250 kişiden fazla olan işletmeler halka açık işletmeler sayılmaktadır Halka açık işletmeler sayesinde, işletmelerin hisse senetlerinin küçük tasarruf sahipleri tarafından elde edilmesinin mümkün olması nedeniyle geniş bir tabanda temsil edilmiş olacak ve bu sayede sermaye piyasalarının temel amaçlarından birisi olan sermayenin tabana yayılması sağlanmış olacaktır.

Halka açıklık oranı ise, halka açılan bir işlemenin toplam nominal sermayesinin ne kadarlık kısmını organize bir piyasada rahatlıkla alınıp satılacağını göstermektedir. Diğer bir ifade ile halka açıklık oranı, işletmenin hakim grubunun kontrolünden çıkmış ve piyasada fiyatlanabilen hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içindeki payını göstermektedir. Halka açıklık oranı literatürde kullanılan ve sahiplik yapısını etkileyen diğer değişkenlerden farklı olarak rahatlıkla matematiksel olarak ifade edilebilmektedir.

Pedersen ve Thomsen (1997)'e göre hiçbir hisse senedi sahibinin işletmenin toplam hisse senetleri içindeki payı yüzde yirmi düzeyini geçmiyorsa söz konusu işletmenin geniş tabanlı sermaye sahipliğine sahip bir işletme olarak nitelendirilmesi mümkün olacaktır. Literatürdeki bu vurgu geniş tabanlı sermaye sahipliği durumunun halka açıklık oranının yüksek olması ile ifade edilmesinin mümkün olacağı sonucunu da beraberinde getirmektedir. Buna göre, bir işletmenin sermaye yoğunluğu azaldıkça, o işletmenin halka açıklık oranının yüksek olacağı, bir işletmenin sermaye yoğunlu yükseldikçe ise o işletmenin halka açıklık oranının azalacağı varsayılabilmektedir. Diğer bir ifade ile bir işletmede geniş tabanlı sermaye

sahipliği durumu söz konusu ise, o işletmenin halka açıklık oranının yüksek olması beklenmektedir. Bu durumun aksine bir işletme aile işletmesi veya kurumsal yatırımcı sahipliğinde ise o işletmenin halka açıklık oranının daha az olacağı kabul edilmektedir.

Bu kapsamda Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) internet sitesi verilerine göre 1998–2009 yılları arasında İMKB'nda işlem gören 179 imalat işletmesinin sahiplik yapısının incelenmesi adına söz konusu işletmelerin halka açıklık oranları verilerine ulaşılmıştır. Söz konusu değişkenler temel bağımsız değişkenler olarak ilerleyen bölümlerde açıklanacak modelde kullanılmıştır.

3 PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

3.1 Performans Kavramı

Performans kavramı genel olarak, daha önceden çeşitli yöntemlerle belirlenen hedeflerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğinin analiz edilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Söz konusu hedefler standartlar olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile performans, planlanan hedefe ve belirlenen standartlara ulaşılıp ulaşılamadığının nitel veya nicel yöntemlerle tespit edilmesi sürecidir. Agus ve Sagir (2001)'a göre ise performans başarının sürekli hale getirilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. İşletmeler daha önceden belirlenmiş amaçları hayata geçirmek için kurulmaktadırlar. Karlılığı sürekli olarak sağlamak ve topluma hizmet etmek gibi genel amaçlar ve büyüme, sosyal sorumluluk üstlenme ve yenilikçi olma gibi özel amaçlar güden işletmeler amaçlarına bağlı olarak bazı sonuçların gerçekleşmesini istemektedirler. İşletmeler için performans, amaçların gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğini gösteren çabalar bütünüdür.

Söz konusu amaçlar işletme açısından; kar elde etmek, müşteri memnuniyeti ve rekabet gücünü arttırmak olarak; yöneticiler açısından yönetim başarısını sağlamak; hisse senedi sahipleri açısından ise servetlerini en çoklaştırmak olarak sıralanabilmektedir. Yukarıdaki değerlendirme ile birlikte ele alındığında ve işletmeler açısından değerlendirildiğinde performans, planlanan hedeflere ve belirlenen standartlara ulaşılıp ulaşılamadığının nitel veya nicel yöntemlerle değerlendirilmesi faaliyeti olarak tanımlanabilmektedir. Dolayısıyla performans

kavramı işletmeler açısından gerçekleştirilebilirlik, çalışan açısından işe yararlık, yöneticiler açısından kalitelilik ve hisse senedi sahipleri açısından ise değer katılabilirlik olarak düşünülmektedir (Pervaiz et al, 1999).

3.2 Performans Değerleme

Performans değerleme faaliyetleri sonucunda, belirli bir girdinin hangi çıktıyı vereceği belirlenmektedir. Performans ile bir işletmenin kritik değer atfettiği noktalar da değerlendirilebilmektedir. Performans değerleme süreci ise, bir işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek için gerekli olan kaynakların ve elde edilen sonuçların, bilimsel ve sistematik olarak analiz edilmesi ve raporlanması olarak tanımlanabilmektedir. İşletmeler performanslarını ölçerek, tüm kaynaklarını ne kadar başarılı bir şekilde çıktı haline getirdiklerini ölçebilmektedirler. Bir işletmenin performansını ölçebilmek için o işletmenin elde ettiği kaynaklar ve elinde tuttuğu varlıklar ile neler yapabileceğini belirleyebilmek gerekmektedir. Buna göre performans, işletmelerin beklenen ekonomik değeri sağlayıp sağlamadıkları ve gereken faydayı gerçekleştirip gerçekleştirmedikleri önem kazanmaktadır.

Performans düzeyi, temel olarak girdiler ile çıktılar arasındaki ilişki ile ölçülmektedir. Performansın yüksek olması için yüksek çıktı düzeyinin düşük girdi ile sağlanması, performansın düşün olarak değerlendirilmesi içinse yüksek girdi düzeyine rağmen düşük çıktıya maruz kalınması gerekmektedir (Barney, 2002). Performansın ölçümü işletmeler veya bireyler tarafından gerçekleştirilen faaliyetlerin

etkinlik, verimlilik, karlılık gibi nicel yöntemlerle belirlenmesini ifade etmektedir. Bununla birlikte, performans ölçütü ise nicel yöntemlerin uygulanması için seçilen göstergeleri belirtmektedir. Son olarak, performansı nicel veya nitel yöntemlerle ölçebilmek için belirlenen göstergeler seti ise performans ölçüm sistemi şeklinde ifade edilebilmektedir.

Performans ölçütleri doğru belirlendiğinde işletme yöneticilerine; faaliyetlerle ilgili kararları verirken, faaliyetlerin planlamasını yaparken, faaliyet sonuçlarını kontrol ederken ve işletmenin amaçlarına uygunluğunu araştırırken yardımcı olmaktadır. Performans ölçütleri, faaliyetlerin denetlenmesi ve sorun olduğu takdirde söz konusu faaliyetlerin yeniden düzenlenmesi için önem arz etmektedir. Bununla birlikte, performans ölçütleri doğru bilgiyi, doğru zamanda, anlaşılabilir ve güvenilir olarak sağlamak zorundadır (Kabadayı, 2002).

İşletmeler artan rekabet düzeyi ile birlikte, ürettikleri malların veya hizmetlerin kalitesini, dayanıklılığını, garanti edilebilirliğini, beklentileri karşılama düzeylerini yükseltmek istemektedirler. Yukarıda bahsedilen hususlar söz konusu mal veya hizmetin performansının ne düzeyde olduğu veya ne olması gerektiği hakkında bir fikir vermektedir. Diğer bir ifade ile sadece finansal göstergelerle ifade edilen performans değerlendirmeleri, gerçek performansın ölçülmesinde yeterli olamayabilecektir (Yüksel, 2003).

Performans ölçütleri ile ilgili olarak; öncelikle karlılık oranları, yatırımların verimliliği gibi finansal ölçütler, ardından ise toplam kalite yönetimi, kaizen, tam

zamanında üretim, teknolojinin kullanılması ile üretim, esnek üretim sistemleri gibi yeni uygulamalar geliştirilmiştir. Bununla birlikte modern çalışmalarda işletme performansı; finansal performans ölçütleri ve ürün veya hizmetlerin kalitesinin belirlenmesine yönelik performans ölçütü ile birlikte pazarlama performansı da ölçülmeye başlanmıştır (Jones et al, 2000).

Performans ölçümleri; sorun teşkil eden yerlerin ve durumların tespit edilmesi ve temel faaliyetlere yoğunlaşabilmek amaçlarıyla yapılmaktadır. Performans ölçütlerinin seçiminde yapılacak hatalar, işletmelere ilave iş yükü getirecek olup, ana faaliyetler yerine tali faaliyetlere yoğunlaşılmasına sebep verecek ve bunun sonucunda faaliyetler aksayacaktır. Buna göre, işletmeler birden fazla performans ölçütünü kullanmak suretiyle olası bir yanlış değerlendirmenin önüne geçmiş olacaktır. Performans ölçütlerinin seçiminde yapılacak hatalar yanında, seçilen performans ölçütleri değerlendirmeyi yapacak kişileri de yanıltabilecektir. Bu durum ile özellikle farklı noktalara odaklanan ve çelişkili sonuçlar veren ölçütlerin değerlendirilmesi sırasında karşı karşıya kalınmaktadır. Bu nedenlerle işletmeler etkin performans ölçüm sistemleri oluşturmak zorundadırlar. Diğer bir ifade ile ölçülen performans değerini daha da ileri düzeye getirebilmek ve bunu doğru yapılabilmek için öncelikle performans ölçüm sisteminin doğru, esnek ve uygulanabilir olması gerekmektedir (Kabadayı, 2002).

3.3 Performans Ölçme Nedenleri

İşletmeler; bir faaliyetle ilgili göstergeleri ölçerek yönetim ve denetimi sağlayabilecek olmaları, hangi faaliyet veya durumuna önem verilmesinin tespit edilmesinin gerekli olması, verimliliğin işletmeye neler kattığını ayrıca verimsizliğin işletmede ne gibi sorunlara yol açtığını tespit edilmesi, çalışanın işletmeye kazandırdıklarının belirlenmesi, amaçlara uygun yönlendirmelerin yapılması ve gerek geçmiş gerekse de gelecek verileri ile ilişkilendirilebilecek göstergelerin belirlenmesi gibi nedenlerle performanslarını ölçme yoluna gitmektedirler (Atkinson ve Balakrishnan, 1997).

İşletmelerin performansları; sermaye yapısı, örgüt yapısı ve faaliyet süreçleri gibi pek çok alanda değerlendirilebilmektedir. İşletmeler performanslarını değerlendirirken gerek mevcut kabiliyet ve kalitelerini gerekse de sahip olunması gereken kabiliyet ve kalite düzeyini de tespit etmeyi istemektedirler. İşletmeler finansal performans ölçümlerini çeşitli nedenlerle incelemektedirler. Bu nedenler; kaynak kullanım tercihlerini belirlemek ve etkin hale getirmek, dönemler ve an itibariyle işletmenin durumu hakkında bilgi sahibi olabilmek, işletmenin finansal olarak nerede olduğunun belirleyebilmek ve gerek sektördeki diğer işletmelerin durumları gerekse de kendi işletmelerinin zaman içindeki durumu ile karşılaştırabilmek olarak sıralanabilmektedir.

Bununla birlikte işletmeler; çalışanın işletmeye bağlılığını arttırıcı uygulamalar geliştirmek, işletmenin gözetimini yapabilmek, iş süreçlerini iyileştirici

ve iş tatminini arttırıcı yeni uygulamalar geliştirmek, işletmede çalışanların gelişimlerine yardımcı olmak gibi nedenlerle de finansal olmayan performans ölçümleri geliştirmektedirler.

3.4 Performans Ölçme Yöntemleri

İşletmelerin, faaliyetleri neticesinde ulaştıkları sonuçların sistematik ve kapsamlı bir şekilde incelenerek sürekli olarak gözden geçirilmesi sürecine performans değerlendirme denilmektedir. İşletmelerin uygulayacağı stratejinin oluşturulması, amaçların geliştirilmesi ve söz konusu amaçların yönetilmesi sürecine performans ölçme denilmektedir. Performans ölçme, işletmenin belirli bir dönem sonunda gerçekleştirdiği sonuçları veya belirli bir andaki durumunu iyileştirmeye yönelik geliştirilen tekniklerdir. Performans ölçülürken nicel veya nitel teknikler kullanılabilmektedir

İşletmelerin performansları ölçülürken öncelikle hedeflenen amaçların tanımlanması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile doğru ve etkin bir performans değerlendirmesi için temel amaçlar iyi tanımlanması gerekmekte ve performans ölçütlerinin buna göre tasarlanması gerekmektedir. Performans ölçülürken olası bir zaman kaybının yaşanmaması ve yanlış yorumlamalardan uzak durulması için, değerlendirilmek istenen şeyler ve bu şeylerin neden değerlendirilmek istendiği de iyi belirlenmiş olmalıdır. Diğer bir ifade ile mevcut durum, hedefler ve hedefler için araçların mutlaka tespit edilmesi gerekmektedir (Yüksel, 2003).

Performans analizlerinde öncelikle standartlar belirlenmeli, ardından değerlendirme yapılmalı ve son olarak da beklentiler oluşturulmalıdır. Performans analizlerinde kullanılacak standartlar; sektör standartları ve yönetici tecrübeleri ile birlikte tasarlanarak işletme hedefleri doğrultusunda belirlenmelidir. Performans analizinde standartlar belirlendikten sonra performansın ölçülmesi ve değerlendirilmesi gerekmektedir. Performans ölçümleri, finansal performans ölçümleri ve finansal olmayan performans ölçümleri olmak üzere iki farklı şekilde yapılabilmektedir. Performans değerleme sürecinin son aşamasında yöneticiler elde edilen sonuçlara göre gelecek beklentilerini değiştirmeli ve revize edilen beklentiler doğrultusunda yeni standartlar belirleyerek performans düzeyini arttırmaya çalışmalıdırlar.

Performans ölçme süreçleri, yönetim süreçlerinin iyi işlediği işletmelerde, beklenen çıktılar ile birlikte her bir bölüm için olası gelir ve giderleri de göstermek durumundadır. Bu nedenle performans ölçme süreçleri, her bir bölümün fiili başarısının ölçülebildiği bir karşılaştırma standardı da sağlamalıdır. Performans ölçmek için kriterler belirlemek, gerçekleşmeleri ölçmek, hedefler ile sonuçları değerlendirmek ve düzeltmeleri yapmak önemli bir yönetim fonksiyonudur. İşletmelerin performanslarının ölçümü temel olarak finansal performans ölçümleri ve finansal olmayan performans ölçümleri olmak üzere iki şekilde gruplanabilmektedir.

3.4.1 Finansal Performans Ölçme Yöntemleri

İşletmeler, gerek uygulamadaki kolaylıklar açısından gerekse de alışkanlıklar nedeniyle finansal sonuçlar finansal olmayan sonuçlara göre daha rahat ve yaygın olarak değerlendirilmektedir. Diğer bir ifade ile işletmeler için en çok kullanılan performans göstergesi finansal göstergelerdir. Bununla birlikte, söz konusu finansal göstergeler değerlendirilirken işletmenin büyüklüğü, amacı, sahiplik yapısı, sermaye yapısı ve yönetim özellikleri gibi hususların da birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir.

3.4.1.1 Oran Analizleri

Oran analizi tekniği, finansal tablolarda yer alan ve aralarında anlamlı ilişkiler kurulabilecek hesap tutarlarının birbirlerine oranlanması şeklinde uygulanan bir finansal tablo analizi tekniğidir. Oranlar, işletmenin; likidite durumu, finansal durumu, karlılık durumu ve faaliyet etkinliği durumu hakkında saptamalarda bulunma amacı ile hesaplanmaktadır. Oran analizinde temel olarak bilanço ve gelir tablolarından elde edilen tutarların oranlanması yapılmaktadır. Oranın pay ve paydasında kullanılan değerlerin gelir tablosundan mı bilançodan mı elde edildiği önemlidir. Bilançodan elde edilen hesap tutarlarının, olanaklı ise ortalamalar şeklinde hesaplamaya alınması daha uygun olmaktadır.

Oran analizi ile elde edilen oranların, objektif bir şekilde yorumlanabilmesi için; elde edilen oranları karşılaştırılacak standart oranlara gereksinim bulunmaktadır. Standart oranlar; tarihi standart oranlar, bütçe standart oranları, ideal standart oranlar ve sektör standart oranları olmak üzere dört şekilde elde edilebilmektedir. Tarihi standart oranlar, işletmenin geçmiş dönemlerine ilişkin ortalamalardır. Bütçe standart oranları, bütçelenen döneme ilişkin bütçe finansal tablolarındaki hesap tutarları dikkate alınarak hesaplanan oranlardır. İdeal standart oranlar, işletmenin içinde bulunduğu sektörün bir veya birkaç en başarılı işletmesinin finansal tablolarından hesaplanan oranlardır. Sektör standart oranları, işletmenin içinde bulunduğu sektördeki işletmelerin tümünün finansal tablolarındaki hesap tutarlarının ortalamalarından hesaplanan oranlardır.

Oranlar, likidite durumu oranları, faaliyet etkinliği (verimlilik) oranları, finansal durum oranları, karlılık oranları ve borsa performans oranları olarak sınıflandırılmaktadır.

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeyebilme gücünü ölçmek için geliştirilmiş oranlardır. Analizi yapanın beklentilerine göre çok sayıda likidite oranı hesaplanabilmektedir. Oran analizi ile ilgili yayınlarda değişik likidite oranları tanımlanmış olmakla birlikte; analizi yapanın kendi gereksinimlerine göre (pay ve paydada kullandığı değerlerin aralarında anlamlı ilişkiler bulunması koşuluyla) yeni likidite oranları hesaplayabilmektedir. Sıklıkla karşılaşılan likidite oranları; cari oran, asit test oranı, nakit oranı (hazır değerler oranı), faiz karşılama oranı, stok bağımlılık oranı olarak ifade edilebilmektedir.

Faaliyet etkinliği oranları, temel olarak net satışlara veya satışların maliyetlerine göre belirlenen devir hızı oranları aracılığı ile ölçülmektedir. İşletmenin, değişik durumlara göre ne kadar etkili faaliyet yürütmüş olduğu bu oranlar aracılığı ile belirlenebilmektedir. Verimlilik ve etkinlik terimleri birbirlerinin yerine kullanılmakla birlikte aralarında fark bulunmaktadır. Etkinlik belli bir üretim düzeyini düşürmeden, olanaklı olan en az girdiyi kullanabilme başarısı olarak tanımlanabilmektedir. Verimlilik oranını ise, belli bir girdi düzeyini koruyarak olanaklı olan en yüksek ürünü elde etme başarısı olarak ifade etmek mümkündür. Sıklıkla karşılaşılan faaliyet etkinliği oranları; stok devir hızı oranı, ortalama stokta kalma süresi, alacak devir hızı oranı, ortalama tahsilat süresi, ortalama etkinlik süresi ve aktif devir hızı oranı olarak sıralanabilmektedir.

Finansal durum oranları, işletmenin sermaye yapısı hakkında saptamalarda bulunma amacı ile hesaplanan oranlardır. Hesaplanan oranlarla işletmenin yatırımlarının, hangi kaynaklarla ve ne oranlarda finanse edildiği, kullanılan kaynakların birbirlerine göre ağırlıkları (oranları) belirlenmeye çalışılmaktadır. Finansal durum oranları, işletmenin temel finansman politikası hakkında bilgi vermektedirler. Sıklıkla karşılaşılan finansal durum oranları toplam yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı, toplam kısa vadeli yabancı kaynaklar/ toplam yabancı kaynaklar oranı, toplam aktifler / ödenmiş sermaye oranı (sermaye çarpanı oranı) ve ödenmiş sermaye/ özkaynaklar olarak ifade etmek mümkündür.

Borsa performans oranları, genellikle hisse senetleri organize bir borsada işlem gören işletmeler için mevcut veya potansiyel yatırımcıların temel analizlerinde kullandıkları oranlardır. Başlıca borsa performans oranları olarak; fiyat/ kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, hisse başına kar oranı, hisse başına temettü oranı ve kar dağıtım oranı ifade edilebilmektedir.

Bu açıklamalarla birlikte önem arz eden bazı oranlarla ilgili olarak yapılan açıklamalar aşağıda verilmektedir.

Cari oran, işletmenin sahip olduğu işletme sermayesi ile bir yıl içinde ödeyebileceği yükümlülük düzeyini göstermektedir (Fabozzi ve Peterson, 2003: 733). Formül olarak ifade edilirse cari oran; dönen varlıklar toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile elde edilmektedir. Dönen varlıklar; kasa, banka, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar kalemlerinden oluşmaktadır. Dönen varlıklar toplamının net değeri yansıtması gerektiğinden çeşitli nedenlerle ayrılmış olan karşılık giderleri bu tutardan düşülmek durumundadır (Akgüç, 1998: 24). Kısa vadeli yabancı kaynaklar ise vadesi bir yıl içinde dolacak olan kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Dönen varlıklar toplamı eşit iki işletmeden nakit ve nakit benzerleri tutarının yüksek olduğu işletme ile stok ve alacaklar gibi daha az likit varlıkları fazla olan işletmenin likidite gücü düşünüldüğünde, cari oran diğer likidite ölçütlerine göre daha kaba bir ölçüt olduğu görülecektir (Gropelli ve Nikbakht, 2000: 435). Bununla birlikte, cari oran net işletme sermayesinin açıklama gücünü arttıran önemli bir yardımcı olarak karşımıza çıkmaktadır. Cari oranın yüksek olması işletmeye kredi sağlayanlar açısından geri ödememe riskini azaltacağı

için olumlu, işletme yöneticileri açısından karlılığı kötü etkileneceği için olumsuz bir durumdur (Müftüoğlu, 1998: 307).

Geleneksel performans ölçütlerinden bir diğeri olan asit test oranı, cari orana göre daha duyarlı bir ölçüt olarak ifade edilebilmektedir. Asit test oranı hesaplanırken, likiditesi düşük olan stoklar kalemi dikkate alınmamaktadır (Brealy et al, 1999: 461). Formül olarak ifade edilirse asit test oranı, dönen varlıklar toplamından stoklar düşüldükten sonra kalan tutarın, kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile elde edilmektedir. Asit test oranı, finans yöneticisinin mevcut ve potansiyel yatırımcılara sunacağı bir işletme değeri göstergesi, satın alma yöneticisi için tedarikçilere sunulacak risk azaltıcı bir gösterge ve satış yöneticisi için alıcı işletmeleri uzun vadeli ticari ilişkiye ikna eden bir kanıt olarak düşünülebilmektedir (Ramsden, 1998: 100).

Nakit oran, stokların yanı sıra alacakları da kapsamadığı için önceki iki performans ölçütüne göre nakde daha duyarlı bir orandır (Fabozzi ve Peterson, 2003, 734). Nakit oran, çeşitli nedenlerle durmuş olan satışların yanında işletmenin vadesi bir yılın altında olan alacaklarını da tahsil edememesi durumunda, işletmenin sahip olduğu hazır değerlerle yapabileceği kısa vadeli yükümlülük ödemesi düzeyini göstermektedir (Downes et al, 2003: 113). Formül olarak ifade edilirse nakit oran, dönen varlıklar toplamından stoklar ve alacaklar düşüldükten sonra kalan tutarın veya nakit ve nakit benzeri varlıklar toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile elde edilmektedir.

Faizleri karşılama oranı, literatürde Earnings before interest and taxes olarak ifade edilen işletmenin faiz ve vergi öncesi karının **(**FVÖK), finansman giderlerinin neden olduğu faiz ödemelerini karşılama düzeyini göstermektedir. FVÖK, işletmenin finansal zorluklara düşmeyeceği minimum kar seviyesini göstermektedir. Faizleri karşılama oranı formül olarak ifade edilirse, belli bir dönem sonundaki FVÖK'ün o dönem içerisinde yapılan finansman giderlerine bölünmesi sonucu bulunmaktadır. Oranın düşük olması, finansman giderlerinin riskinin arttığını dolayısıyla yeni finansman giderini karşılayamama olasılığının doğduğu şeklinde yorumlanabilmektedir. Bu bağlamda oranın yüksek olması işletme için olumlu olarak değerlendirilmelidir (Sayılgan, 2004: 50).

Faaliyet etkinliği oranları içinde yer alan etkinlik süresi olarak da ifade edilen nakit akım döngüsü (NAD), bir işletmenin stoklarına aldığı ticari mal, hammadde, yarı mamul gibi stok unsurlarının bir süre satılmak için, bir süre de kredili satıldığı varsayımıyla alacağın tahsil edilmesi için beklediği varsayımıyla, stoka bağlanan nakdin alacağa, alacağın da tekrar nakde dönüşmesi için ortalama kaç gün gerektiğini göstermektedir. Bu süre kısaldıkça diğer bir ifade ile ürünü elden çıkarma ve/veya tahsilatı hızlandıkça bu durum işletme için olumlu olarak değerlendirilmektedir. İlk defa Gitman (1974) tarafından ifade edilen NAD aşağıdaki formüldeki gibi hesaplanabilmektedir:

$$\textbf{NAD} = \frac{\textbf{360 Gün}}{\dfrac{\textbf{Satışların Maliyeti}}{\textbf{Ortalama Stoklar}}} + \frac{\textbf{360 Gün}}{\dfrac{\textbf{Net Satışlar}}{\textbf{Ortalama Ticari Alacaklar}}} - \frac{\textbf{360 Gün}}{\dfrac{\textbf{Net Satışlar}}{\textbf{Ortalama Ticari Borçlar}}}$$

NAD, önemli bir performans ölçütü olup, stoklara uzun vade ile temin edilen ürünün satışı sonunda tahsilatın gerçekleşmesine kadarki süre ne kadar kısa olursa bir başka ifade ile ne kadar çok kredili alışa karşı ne kadar çok peşin satış yapılırsa işletmelerin performansının o kadar iyi olduğu görülecektir. Dolayısıyla, artan stok devri, azalan tahsilat süresi ve yine artan kredili alış süresi ile işletme faaliyet performansı artacağı için, NAD ile işletmenin faaliyet performansı arasında ters orantı bulunmaktadır (Wang, 2005: 162).

Lancaster et al (1998) ve Wang (2005) tarafından yapılan çalışmalarda NAD doğrudan nakdin girişinden çıkışına kadarki süreyi baz alması nedeniyle dinamik bir performans ölçütü olarak ifade edilmiştir. Bununla birlikte cari ve nakit oranlar, gerek sadece belirli bir andaki verileri baz alması gerekse işletmenin nakit durumdan tekrar nakit duruma geçiş sürecini diğer bir ifade ile nakit döngüsünü açıklayamamaları nedeniyle statik performans ölçütleri olarak ifade edilmiştir. Nakit akım ve fon akım tablolarının artan önemi de dikkate alındığında; bilanço üzerinden hesaplanan statik performans ölçütleri yerine NAD'ın kullanılması, performansın belirlenmesi açısından ele alınan dönemin tamamı için daha uygun bir ölçüm sağlayacağı sonucunu doğurmaktadır (Wang, 2005: 160). Ancak işletme pratiğinde, satışı gerçekleşen belirli bir ürünün tahsilatının aynı dönem içinde gerçekleşmesi veya tedarik edilen ürününün tutarının ödenmesi bir dönemden daha uzun sürebileceği unutulmamalıdır (Ortin-Angel et al, 2004: 13). İşletmeler, satışlarını arttırarak stokların daha hızlı dönmesini sağlarken peşin satışlar yerine kredili satışlara yönelme zorunda oldukları için, satışların artması ile alacak tahsilatının hızlanması arasında ters orantı olması nedeniyle; alacak tahsilat süresini

uzatmaktadırlar ve dolayısıyla eş zamanlı olarak stokların devir hızı ile alacakların tahsilat süresini kısaltamamak gibi bir sorun ile karşı karşıya olmaktadırlar (Akgüç, 1998: 54).

Piyasa değerinin defter değerine oranı (Market-to-Book) borsa performans oranları içinde yer almakta olup, işletmeler için önemli bir büyüme göstergesi olarak ifade edilmektedir. Piyasa değerinin defter değerine oranı, toplam yabancı kaynakların defter değeri ile özkaynakların piyasa değeri toplamının toplam aktif büyüklüğüne bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Literatürde bununla birlikte diğer bir performans ölçütü olarak Tobin Q Değeri de belirtilmektedir. İlk olarak 1969 yılında Tobin tarafından hesaplanan Tobin Q değeri, toplam aktif büyüklüğünün piyasa değerinin aktiflerin yenilenme maliyetine oranını ifade etmektedir. Formül olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir:

$$\frac{\textbf{Özkaynakların Piyasa Değeri + Yabancı Kaynakların Defter Değeri}}{\textbf{Toplam Aktiflerin Yenileme Maliyeti}}$$

Tobin'in Q değeri, işletmenin piyasa değerinin, piyasa katılımcıları tarafından asimetrik bilgi olmadan belirlendiği varsayımı altında, işletmenin daha çok yatırım yapacağını veya bir başka deyişle işletmenin büyüme potansiyelinin yüksek olduğunu yansıtmaktadır (Bond et al, 2003: 1). Tobin Q değeri yüksek olan işletmeler ya yatırım yaptıkları için ellerindeki nakitle pozitif net bugünkü değeri olan yatırımlarını finanse edecekler veya yatırımlarını gerçekleştirirken finansal sıkıntı içine düşmemek için ellerindeki nakit miktarını arttırma yoluna gideceklerdir (Coudrec, 2004: 6).

3.4.1.2 Finansal Tablolar Analizi

Bir işletmede finansal planlama, kontrol ve performans değerlendirme faaliyetlerinin yapılması için finansal tabloların analizi gerekmektedir. Finansal tablolar analizi, finansal tablolarda yer alan çeşitli hesaplar arasındaki ilişkilerin, ilgili hesap tutarları üzerinden yapılan matematiksel işlemler aracılığı ile ortaya konulmasıdır. Bu ilişkiler; yüzdeler, trend yüzdeleri, oranlar, dönüş hızı oranları aracılığı ile ortaya konulmaktadır. Hesaplamalar sonucunda elde edilen bulgular yorumlanmakta ve performans değerlendirmesi açısından işletme ile ilgili anlamlı sonuçlara ulaşılmaya çalışılmaktadır.

Finansal tablolar analizinde önemli olan işletmenin temel ekonomik ve finansal durumu ile faaliyet sonuçlarının değerlendirilmesidir. Bu değerlendirmeler; likidite durumu, faaliyet etkinliği (verimlilik) durumu, finansal (mali) durum ve karlılık durumu gibi dört temel durum esas alınarak yapılmaktadır. Finansal tablolar analizi ile elde edilen bulgular işletmenin geçmiş dönem veya dönemlerine ve şimdiki durumuna ilişkin performans değerlendirmelerine olanak verirken; bu saptamalara dayalı olarak geleceğe ilişkin bazı tahminlerin yapılmasına da olanak vermektedir. Finansal tabloların analizi, başta hisse senedi sahipleri ve yöneticiler olmak üzere; kamu otoritesi, çalışanlar, yatırımcılar, işletme ile alıcı veya satıcı olarak ticari ilişkileri olan diğer işletmeler gibi çok sayıdaki kesim işletmeyle ilgili olarak alacakları kararları için kullanılabilecek bilgiler sağlamaktadır.

Finansal tablolar analizinde; karşılaştırmalı tablolar tekniği, dikey yüzdeler tekniği ve eğilim yüzdeleri tekniği olmak üzere üç temel analiz tekniği kullanılmaktadır.

Karşılaştırmalı tablolar tekniğinde, finansal tabloların iki farklı dönem veya tarihteki verileri karşılaştırılarak tutar ve yüzde olarak ne yönde değiştiği belirlenmektedir. Hesap kalemlerindeki değişimin tutarı, oranı ve yönü yorumlanarak performans hakkında değerlendirmelerde bulunulmaya çalışılmaktadır. Karşılaştırmalı tablolar tekniği analizinde elde edilen sonuçlara göre karşılaştırma yapılan farklı iki döneme ait verilerin değişim yönü tutar ve yüzde olarak yorumlanmaktadır.

Dikey yüzdeler tekniği, aynı finansal tablonun aynı dönemine ilişkin verilerin kendi aralarında oranlanması şeklinde uygulanan bir tekniktir. Finansal tablolarda yer alan veriler, kapsamında bulunduğu grubun toplam tutarına göre oranlanmaktadır. Dikey yüzdeler tekniğine göre analiz edilen finansal tablo kalemleri, aynı tutara göre oranlanmış ve yüzdelerle ifade edilen birkaç rakamdan oluşan sayılara dönüşmektedir. Böylece, onlarca rakamdan oluşan sayılarla ifade edilen hesaplar, basit ve kolay anlaşılabilir oranlar şeklinde ifade edilebilmektedir. Dikey yüzdeler şeklinde ifade edilen finansal tabloların analizi ve yorumu daha etkili bir şekilde gerçekleştirilebilmektedir.

Eğilim (trend) yüzdeleri tekniği, işletmenin geçmiş dönemlerdeki durumlarını gösteren finansal tablo verilerinden hareketle, geleceği açıklamaya yönelik olarak

yapılmaktadır. Eğilim (trend) yüzdeleri tekniğinde bazı eğilimler saptanmaya çalışılmaktadır. Saptanan eğilimlerin yönü derecesi ve ilgili olduğu durumlar göz önünde bulundurularak, sonuçlar çıkarılmakta ve önlemler geliştirilmektedir. Eğilim yüzdeleri analizinin yapılabilmesi için analizin en az beş yıllık (dönemlik) finansal tablo verilerini kapsamına alması gerekmektedir. Aksi durumda bir eğilimden bahsetmek neredeyse olanaksızlaşmaktadır. Bu teknik uygulanırken, analiz kapsamındaki bütün yıllara ilişkin hesap tutarları, seçilmiş bir yıldaki aynı hesabın tutarına oranlanmaktadır. Diğer yıllardaki hesap tutarlarının oranlanacağı hesapların bulunduğu yıl; baz yıl (temel yıl) olarak isimlendirilmektedir. Baz yıl, olağandışı değişikliklerin yaşanmadığı, istikrarlı, normal sayılabilecek bir yıl olmalıdır. Baz yılın normal sayılabilecek bir yıl olmaması durumunda, daha sonraki yılların verileri bu yıla göre oranlanacağından, doğru eğilimleri saptama olanağı azalmış olacaktır.

3.4.2 Bütçe Temelli Performans Ölçme Yöntemleri

İşletme bütçesi; "*önceden ortaya konan bir hedefe ulaşabilmek için, işletmenin geleceğe ait bir dönemde izleyeceği politikayı ve yapacağı işleri parasal ve sayısal terimlerle açıklayan bir rapor veya raporlar dizisi*" olarak tanımlanabilmektedir (Sevgener ve Hacırüstemoğlu, 1998: 274). Gerçek performansın değerlendirilmesinde karşılaştırma aracı olarak da kullanılan bütçeler; aylık, üç aylık, yıllık gibi belli zaman periyotları için hazırlanmaktadır. Bu bakımdan bütçeler, kısa süreli planlar sayılmaktadır (Tosun, 1992: 469). Bütçeleme ise, gelecek dönem faaliyetlerini ve sonuçlarını parasal ve sayısal olarak ifade eden bütçenin

yapılabilmesi için, gerekli tekniklere ve yöntemlere verilen genel bir isimdir ve bütçeleme eylemi sonunda işletme bütçesi oluşmaktadır (Haftacı, 2005: 1).

Çağdaş işletmelerde yöneticilerin ve çalışanların beraberce başarıya ulaşabilmesi işletme hedeflerinin belirlenmesi ile birlikte planlama, örgütlenme, performans değerlendirilmesi ve kontrol olmak üzere üç temel yönetim işlevine bağlı olmaktadır. Ekonomik büyüme sürecine bağlı olarak gerçekleşen teknolojik gelişmeler, piyasaların büyüyüp genişlemesine nenden olmuştur. Böylece işletmeler, karmaşık bir yapıya bürünmek ve örgüt yapılarını tekrar gözden geçirmek zorunda kalmışlardır.

Günümüzde etkin bir performans yönetim tekniği olarak bütçeleme de tüm yönetim sisteminin temel araçlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Planlamayı, belirlenen amaçlara ulaşabilmek için belirlenen yöntem, kişi, araç ve olanakların saptanması, seçimi ve zamanlamaya bağlı olarak uygulamanın geliştirilmesi süreci olarak tanımlamak mümkündür. Buna göre, bütçeleme süreci de bu esaslar çerçevesinde planlamanın bir türü olmaktadır. Böylelikle bütçeleme süreci, yönetimin planlama süreci çerçevesinde faaliyetlerin ve ulaşılması amaçlanan hedeflerin sayısallaştırılması suretiyle, gelecekteki işletme faaliyetlerine sistemli bir temel oluşturacak belgeleme süreci olmaktadır. Genellikle bütçeler, kısa süreli planlar olarak kabul edilmektedir.

İşletmeler için bir planlama aracı ve performans ölçüm sistemi olan bütçeler aşağıda belirtilen yararları sağlamaktadır:

- Bekleyişlerin nicel şekle dönüşüp ölçülebilir, kontrol edilebilir ve karşılaştırılabilir hale gelmesini sağlamaktadır.
- Geleceği değerlendirme sağlanmakta ve bu sayede yöneticileri izlenecek politikalar için öngörülerde bulunmaya zorlamaktadır.
- Tutarlı düşünmeyi, standartlar oluşturmayı, stratejik düşünmeyi, eşgüdümlemeyi ve denetimi sağlamaktadır.
- Üretim faktörlerinin verimli, ekonomik, etkin ve etkili kullanımını sağlamaktadır.
- Finansman kaynaklarına bilgi sağlayarak finansmanı kolaylaştırmaktadır.

İşletme bütçeleri yapıldıktan sonra otomatik olarak gerçekleşmeyecek işletme yöneticileri ve çalışanının desteğine ihtiyaç duyulacaktır. Zaten tartışılan konu da genel anlamda planlamanın özel anlamda bütçenin yararlı olup olmadığı değil, bunların gerek hazırlanması gerekse uygulanması esnasındaki eksiklikler olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletme bütçe sistemleri oluşturulurken, bazı nedenlerden dolayı sistem başarısızlığa uğrayabilmektedir. Bu nedenler aşağıda belirtilmektedir (Haftacı, 2005: 8):

- Gerekli özenin gösterilmemesi ve aceleyle hazırlayıp çabuk uygulamaya geçirilmesi,
- Yetersiz işlem ve maliyet muhasebesi ile tahminleme sürecinde bilimsel yöntemlerin kullanılmaması,
- Bütçe hedeflerinin olanaksız olması ve bu nedenle bütçenin çalışanlar üzerinde motivasyonu sağlayamaması ve çalışanların bütçe hedeflerini angarya olarak görmeye başlaması,
- Bütçeye sahip çıkılmaması,
- Gereksiz detaya girilmesi,
- Kötü örgütlenme, elverişsiz denetim ve yönetim.

İşletme bütçelerinin ilkeleri olarak ifade edilen temel prensipler, bütçe sisteminin etkinliğinin ve başarısının geliştirilmesinde ön koşullardır. Bütçe sisteminin etkili olabilmesi için işletme bütçe sisteminin tüm yönetim kademeleri tarafından, özellikle üst yöneticiler tarafından tam olarak desteklenmesi gerekmektedir. Ayrıca bütçe sistemi, yetki ve sorumlulukları açıkça belirleyen sağlıklı bir örgütsel yapıya dayandırılmalıdır. Bununla birlikte, işletme bütçeleri sadece bütçe birimi yöneticileri veya üst düzeydeki işletme yöneticileri tarafından hazırlanmayacak olup, tüm çalışanların katılımı ile gerçekleştirilebilecektir.

Sorumluluk muhasebesi, "işletmenin bölüm veya alt bölümlerinde sorumluluk yüklenen yöneticilerin, bölümsel düzeyde faaliyet ve başarılarının ölçülebilmesini sağlamak için, muhasebe sisteminin tüm kayıt düzeni ile birlikte, işletmenin örgüt yapısı ve sorumluluk temeline göre düzenlenmesi" şeklinde

tanımlanmaktadır. İşletme bütçelerinin sorumluluk muhasebesi ilkesine göre hazırlanması gerekmektedir. İşletme bütçelerindeki, belirli bir zaman aralığı için belirlenen amaç ve hedefler, o zaman aralığında etkili olacağı varsayılan işletme içi ve dışı çevresel faktörlerle ilgili olarak, yöneticilerin gerçekçi bekleyişlerini temsil etmek zorundadır. Bununla birlikte, işletme bütçeleri esneklik prensibi gereği, işletme bütçelerinin gerekli görülen durumlar ve değişen koşullar çerçevesinde değiştirilebilmeli ve yeniden düzenlenebilmelidir.

İşletme bütçesi, farklı amaçlarla kullanılan bir yönetim aracıdır. Temel amaç, hisse senedi sahiplerinin refahlarını en çoklaştıracak yolu bulmak ve işletmeyi bu çizilen yolda yürütmek için yöneticilere yardımcı olmaktır. Hisse senedi sahiplerinin refahını en çoklamak amacıyla kullanılan bir yönetim aracı olmasına karşın bütçeler, işletmelere ileri düzeyde faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar; planlama, kontrol, eşgüdümleme, isteklendirme ile sorumluluk ve seçenekler arasında seçim yapma olanağı biçiminde sıralanabilmektedir.

Modern işletme bütçelerinin yapılması ile işletme hedeflerine ulaşılmasında kaynakların en verimli biçimde kullanılması için sistematik bir planlama gereklidir. Bütçe, gelecekte gerçekleşmesi olası olan olayların sistematik bir biçimde önceden tahminlenmesine dayanan ve bunları raporlayan ve bir performans değerlendirme yöntemi olan bir araçtır. Gerçekte bütçeleme süreci, genellikle tahminleme olarak adlandırılabilmektedir. Bütçelerin dikkatli bir şekilde planlanması ve düzenlenmesi durumunda, işletmelere faydalar sağladığı görülmektedir.

Günden güne birçok yönetici, dikkatlerini işletmelerin süregelen rutin faaliyetleri üzerinde toplamaktadır. Bununla birlikte, bütçelerin düzenlenmesinde yöneticiler; maliyetler, faiz oranları, işletmenin ürünlerine duyulan talep ve rekabet düzeyi dahil olmak üzere gelecekteki ekonomik koşulların tahmin edilmesi ve işletmenin iç faaliyetleri ile ilgili tüm yönlerinin dikkate alınması için zorlanmaktadır. Bu nedenle bütçeleme, işletmenin dış ekonomik çevre karşısında yöneticilerin dikkatli olmasını sağlamakta ve ilgisini arttırmaktadır.

Bütçeler, gelecekteki faaliyetlerin beklenen sonuçlarını gösterdiği için, yöneticileri finansal sorunlar ile ilgili olarak önceden uyarabilmektedir. Örneğin, bütçe, işletmenin belirli bir dönemde nakit sıkıntısı çekeceğini gösteriyorsa, yöneticilerin ek fon bulması gerekecek veya işletme harcamaların kontrol altına alınması için önceden ikaz edilmiş olunacaktır.

Bütçenin düzenlenmesi, işletme içerisindeki çeşitli bölümlerin faaliyetlerini koordine etmesi için yöneticilere fırsat tanımaktadır. Satış bölümü, satışı gerçekleştirilecek miktarları belirlemesi durumunda üretim bölümü da en azından bu miktara yaklaşık miktarları üretmesi gerekeceğini görebilecektir. Satış miktarı belirlenirken üretim bölümü ile görüşülerek kararın verilmesi gereklidir. Çünkü ürünleri işletmenin kapasitesi çerçevesinde üretecek olan bölüm üretim bölümüdür. Böylece, üretim ve satış bölümleri birbirleri ile ilişkili olan çalışmalarını sürdürecek ve etkin bir koordinasyon sağlanarak işletme verimli bir şekilde çalışmış olacaktır.

Bütçeler, sorumluluk muhasebesinin iyi işlediği işletmelerde, beklenen çıktıların yanında üretilecek birimler veya elde edilecek gelirler gibi her bir bölüm için olası gelir ve giderleri göstermektedir. Bu nedenle, bütçeler, her bir bölümün fiili başarısının ölçülebildiği bir karşılaştırma standardı sağlamaktadır. Bir yönetim aracı olarak önemli faydalar sağlamasının yanında bütçelerden beklenebilecek faydalar sonsuz değildir. Bütçe sayesinde hedeflenen amaçlara ulaşılması ve bütçeden beklenen faydaların sağlanması istendiğinde, bütçenin sınırlarının dikkate alınması gerekmektedir.

3.4.3 Finansal Olmayan Performans Ölçme Yöntemleri

Bir işletmenin performansını ölçmek için ya finansal yahut finansal olmayan göstergeler kullanılmalıdır. Finansal performans yöntemleri yukarıda açıklanmamış olmakla birlikte, finansal olmayan performans yöntemleri uzun dönemlerde uygulanabilir olduğundan ötürü işletmenin gelecek dönemlerdeki durumu hakkında daha detaylı bilgiler sağlamaktadırlar. Bununla birlikte işbu tez çalışması finansal temellere dayandığı için finansal performans ölçme yöntemlerine daha fazla ağırlık verilmektedir.

Finansal olmayan ölçütler, müşteri ve tedarikçi memnuniyeti, ürün kalitesi, inovatif olabilme, çalışan ilişkileri açısından daha etkin değerlendirmelerin yapılmasına olanak vermektedir. Temel olarak; üretim, kalite ve pazarlama temeline

dayanan finansal olmayan performans ölçümleri durumun, sektörün ve işletmenin özelliklerine göre oldukça farklılıklar göstermektedir.

Hitt et al (1994) tarafından yapılan çalışmada, uluslararası çeşitlilik ve yenilikçilik özelliklerinin işletme performansı üzerinde olumlu olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Jones et al (2000)'e göre ise, finansal olmayan ölçütler; satış büyüklüğü, pazar payı, müşteri sadakati ve müşteri memnuniyeti olarak ifade edilmektedir. Bir diğer çalışmada Jack ve Raturi (2002) performans ölçütlerini; teslimat kalitesi, büyüme kabiliyeti ve yenilik yeteneği olarak ifade etmiştir. Finansal olmayan ölçütlerden birisi de balanced scorecard (dengeli performans kartları) olarak ifade edilen ve işletme yöneticilerine işletmenin performans hedefleri ve ölçütlerini ne ölçüde karşıladığına ilişkin bilgiler veren stratejik yönetim araçlarıdır. Dengeli performans kartları ile işletmenin nasıl olduğu ile değil nasıl olması gerektiğini araştırmaktadır.

3.5 Performans Yetersizliği ve Finansal Başarısızlıklar

İşletmeler finansal veya finansal olmayan nedenlerle başarısız olabilmektedirler. Yukarıda belirtildiği üzere, işletmelerin finansal performansının değerlendirilmesi daha kolay olmaktadır. Bu tez çalışmasının da konusu finansal performans ile ilgili olduğundan burada işletmelerin finansal başarısızlıkları üzerinde durulacaktır. Bununla birlikte işletmelerin başarısız olmasının altında yatan en temel

nedenin yönetim hataları olduğu ve işletme yöneticilerinin işletmelerin sürekliliğini engelleyici kararları alıp uygulayabilmekte olduğu gözden kaçırılmayacaktır.

İşletmeler sabit yatırımlarından kaynaklanan faaliyet ve yükümlülüklerden kaynaklanan finansal risk ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Buna göre, büyük miktarlarda sabit varlık yatırımı yapan ve yüksek tutarlarda yabancı kaynak temin eden işletmelerin finansal başarısızlık ile karşılaşma ihtimali artmaktadır. Finansal başarısızlık, yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin nakit durumunun yetersizliği nedeniyle yerine getirilememesi durumu olarak ifade edilmektedir. İşletmeler çeşitli sebeplerle başarısızlıkla karşılaşmaktadırlar. Bunlar; likidite yetersizliği, yüksek tutarlarda yabancı kaynak temin edilmesi, aşırı sabit varlık yatırımı, satış hacminin yeterli olmaması, faaliyet giderlerinin yüksekliği, alacakların tahsilatı sorunları, stok devir hızının düşmesi ve rekabet edemem olarak sıralanabilmektedir (Akgüç, 1998).

3.5.1 Finansal Başarısızlık Aşamaları

İşletmeler finansal başarısızlık ile karşılaştıklarında bu durum hemen iflas ile sonuçlanmamaktadır. Dolayısıyla işletmelerin iflas sürecine girmeden çeşitli aşamalardan geçmesi gereklidir. Bunlar; finansal sıkıntıya girmek veya problemle karşılaşmak, başarısızlık (failure), kısa vadeli yabancı kaynakları ödeyememe (insolvency), iflas (bankruptcy) olarak sıralanabilmektedir.

Sıkıntıya girmek veya problemle karşılaşmak, işletmelerin faaliyetlerini sürdürürken satış, üretim, dağıtım ve kalite gibi konularda yaşanan sorunlar olarak tanımlanabilmektedir. Bu sorunlar işletme içinden kaynaklanacağı gibi işletme dışından da kaynaklanabilmektedir. Başarısızlık, işletmenin hedeflerinin tutturulup tutturulamadığı üzerine odaklanmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynakları ödeyememe, işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynaklarının likiditesi yüksek dönen varlıklar ile karşılanamaması durumudur (Ward et al, 2003). Finansal başarısızlıkta son aşama olan iflas ise, işletmenin faaliyetlerinin iflas masası tarafından son verilip, tasfiye yahut yeniden yapılandırılmasını da içeren hukuksal bir süreçtir (Emery et al, 2004). İşletme artık yabancı kaynaklarını plase etme kabiliyetini kaybetmiştir. Bununla birlikte, biriken geçmiş yıl zararları nedeniyle işletmenin özkaynakları erimiş olabilmektedir.

3.5.2 Sermaye Yapısını Güçlendirmek için Alınacak Önlemler

Sermaye yapısı bozulan ve yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı içine giren işletmeler bu durumdan kurtulabilmek için çeşitli önlemlere başvurmaktadırlar. Bunlar; yabancı kaynakların vadesini uzatmak, yabancı kaynakları konsolide etmek (kısa vadeli yabancı kaynakların uzun vadeli yabancı kaynaklara çevrilmesi), sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi, varlıkların yeniden değerlenmesi, maddi duran varlıkların satışı, finansal duran varlıkların likit hale getirilmesi, menkul kıymetleştirme yapılması, konkordato önerilmesi, hukuki statünün değiştirilmesi,

işletmenin diğer bir işletmeye katılması, birleşmesi veya satılması ve son olarak işletmenin tasfiyesi olarak sıralana bilmektedir (Akgüç, 1998).

3.5.3 Finansal Başarısızlığın Maliyeti

Finansal başarısızlık iflas ile sonuçlanmasa bile işletmenin sermaye yapısını etkilemekte, işletmelere yabancı kaynak sağlayanlarda ve sahiplerinde kötü bir imaj oluşturmakta ve işletmelere bir takım maliyetler yüklemektedir (Opler ve Titman, 1994). Hisse senetleri halka açık olan işletmelerin piyasa değerleri, finansal başarısızlık durumundan etkilenecektir. Buna göre işletmenin yatırımcılar tarafından algılanan piyasa değeri, halka açık sermaye miktarına vergi etkisinin bugünkü değeri eklenip finansal başarısızlığın maliyetinin bugünkü değerinin çıkarılması ile bulunmaktadır (Brealy et al, 1999). Benzer şekilde finansal başarısızlık işletmelerin kredi notunun düşmesine neden olacak ve işletmelerin yabancı kaynak maliyetini arttıracaktır. Finansal başarısızlık ile karşılaşan işletmenin değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilecektir.

Piyasa Değeri = Halka Açık Sermaye Miktarı + Vergi Etkisinin Bugünkü Değeri - Finansal Başarısızlığın Maliyetinin Bugünkü Değeri

Bununla birlikte, işletmenin finansal başarısızlığı iflas ile sonuçlanırsa, işletmeler doğrudan ve dolaylı maliyetler olmak üzere iki tür maliyet ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Doğrudan maliyetler; iflas sürecindeki yönetsel maliyetlerden oluşan hukuki, muhasebe işlemleri ve emanetçi giderleri ile işletmelerin faydalanamadıkları

vergi indiriminden oluşmaktadır (Haugen ve Senbet, 1978). Dolaylı maliyetler ise; işletmelerin yeniden yapılanması söz konusuysa ortaya çıkmakla birlikte, potansiyel ve mevcut müşterilerin ve tedarikçilerin kaybedilmesi, ticari ve banka kredisi sağlanmasında güçlük ile karşılanması ve yeniden yapılanma maliyetlerini içermektedir (Kim, 1978).

3.5.4 Finansal Başarısızlığın Tahmine Yönelik Çalışmalar

Altman Z Testi (Z Score) İşletmelerin finansal başarısızlık ile karşılaşma ihtimallerinin araştırıldığı çalışmalarda genellikle oran analizi üzerinde durulmuştur. Bununla birlikte, Altman (1968) tarafından yapılan çalışmada çok değişkenli diskiriminant analizi kullanılmış ve iflas potansiyeli daha sistematik olarak araştırılmıştır. Z modeli olarak isimlendirilen modelde altmış altı işletmenin 1946–1965 yılları arasındaki finansal verilerini incelemiştir. Modelin başlangıcında, finansal başarısızlığı açıklayıcı yirmi değişken kullanmış ve bu değişkenleri elimine ederek beş değişkenli Z modeline ulaşmıştır. Bu model aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir.

$$\mathbf{Z = 0{,}012\ X_1 + 0{,}014\ X_2 + 0{,}033\ X_3 + 0{,}006\ X_4 + 0{,}999\ X_5}$$

Formüldeki X değişkenler:

X_1 = İşletme Sermayesi / Toplam Aktifler

X_2 = Dağıtılmamış Karlar / Toplam Aktifler

X_3 = Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK) / Toplam Aktifler

X_4 = Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Yabancı Kaynağın Defter Değeri

X_5 = Satışlar / Toplam Aktifler

X_1 değişkeni, işletmenin toplam kapitalizasyonu içindeki göreli net likit varlıklarını, X_2 değişkeni, işletmenin kümülatif karını, X_3 değişkeni, işletmenin varlıklarının verimliliğini, X_4 değişkeni, işletmelerin finansal başarısızlık durumunda yabancı kaynaklarının kaç katı değere sahip olduğunu, X_5 değişkeni ise, işletme yöneticilerinin faaliyet becerisine işaret etmektedir.

Hesaplanan Z testinin alacağı değer işletmelerin finansal başarısızlık potansiyelini göstermekte bir referans niteliğindedir. Buna göre, eğer bir işletmenin Z değeri 1,81'in altında ise o işletmenin finansal başarısızlık ihtimali çok yüksektir. Bununla birlikte, bir işletmenin Z değeri 2,99'un üzerinde ise bu işletmenin finansal başarısızlık ihtimali çok düşüktür. 1,81 ile 2,99 arasındaki bölgede yer alan işletmeler için ise bir belirsizlik durumu söz konusudur. Altman, bu bölgede yer alan işletmelerin finansal başarısızlık ile karşılaşma ihtimallerinin tam olarak kestirilememesinden ötürü, bu değerler arasını "gri bölge" olarak nitelemiştir. Altman (1968) tarafından yapılan çalışmada işletmelerin iflas ile karşılaşmaları bir yıl önceden % 93,9 güven aralığında, iki yıl önceden ise %70 güven aralığında tespit

edilebileceği ortaya konmuştur. Altman'a göre işletmelerin finansal başarısızlıkla karşılaşma ihtimallerinin tespitinde en önemli faktör, FVÖK'ün toplam aktiflere oranıdır. Altman'ın kurduğu modelde yer alan "Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Borcun Defter Değeri" ifade eden X_4 değişkeninin halka açık olmaya işletmelerde ifade edilmesi güç olacağından; Altman (2000) tarafından yapılan çalışma ile değişken "Hisse Senetlerinin Defter Değeri / Borcun Defter Değeri" olarak yeniden düzenlenmiştir. Buna göre modelde kullanılan katsayılar yeniden düzenlenmiştir.

$$\mathbf{Z = 0{,}717\ X_1 + 0{,}847\ X_2 + 3{,}107\ X_3 + 0{,}420\ X_4 + 0{,}998\ X_5}$$

Yapılan bu değişiklik sonucu işletmelerin finansal başarısızlık potansiyelini gösteren Z'nin alacağı değer aralıkları da değişmiştir. Buna göre; Z değeri 2,99'ten yüksek olan işletmelerin finansal başarısızlık yaşama ihtimalleri zayıf, Z değeri 1,23'ten düşük işletmelerin finansal başarısızlık ihtimali çok yüksek olarak belirlenmiştir. Bu değişiklik ile gri bölge sınırları 1,23 ile 2,99 arasında olmak üzere güncellenmiştir.

Beaver (1967) tarafından yapılan çalışmada, finansal başarısızlık ihtimali bilimsel olarak ele alınmıştır. Bunun için ikiye ayrılmış sınıflama testi (Dichotomous Classification Test) yöntemi kullanılmıştır. Otuz sekiz farklı sektörden seçilmiş olan yetmiş dokuz başarısız işletmenin 1954–1964 yılları arasındaki finansal verilerinin kullanıldığı çalışmada, kullanılan oranlar yardımıyla beş yıl öncesinden işletmeleri iflasa götüren süreç araştırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca ikinci örneklem olarak aynı sektörde ve benzer büyüklükteki finansal açıdan başarılı işletmeler de kurulan

modele dahil edilmiştir. Modelde altı ana gruba bölünmek suretiyle otuz finansal oran kullanılmıştır. Bu oranlar; nakit akımı oranları, net gelir oranları, borcun aktife oranları, likit varlıkları aktife oranları, likit varlıkların yabancı kaynaklara oranı ve getiri oranları olarak sıralanmaktadır. Buna göre, vadesi gelen yükümlülüklerini ödeyememe durumuna düşen işletmeler başarısız olarak nitelendirilmiştir. Beaver'e göre işletmelerin finansal başarısızlıkla karşılaşma ihtimallerinin tespitinde en önemli faktör, nakit akımı oranları grubunda yer alan, net nakit akımının toplam yabancı kaynaklara oranıdır.

Blum (1974) tarafından yapılan diğer bir çalışmada 1954–1968 yılları arası dönemi kapsamak üzere, 115 iflas etmiş ve yüz on beş finansal açıdan başarılı işletme incelenmiştir. Bu işletmelere ait finansal verilerden işletmenin likidite, karlılık ve değişkenlik durumlarını açıklayan oranlar diskiriminant analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda finansal başarısızlık ihtimalini en iyi açıklayan oranların; nakit akımı oranı, hazır değerlerin stoklara oranı ve net getirinin yıllara göre trendi olarak belirtilmiştir. Buna göre iflasın gerçekleşme ihtimali; bir yıl önce % 90 ihtimalle, iki yıl önceden % 80 ihtimalle ve son olarak üç yıl önceden % 70 ihtimalle tahmin edilebileceği belirtilmiştir (Blum, 1974). Bu oranlar; likidite, karlılık ve değişkenlik grupları altında toplanmıştır.

Deakin (1972) modelini Altman ve Beaver'in modellerine dayanarak geliştirmiştir. 1964–1970 yıllarını kapsayan periyot için finansal açıdan başarısız otuz iki işletme ile finansal açıdan başarılı otuz iki işletme analiz edilmiştir. Bu işletmelere ait finansal verileri kullanarak on dört finansal oran tespit etmiş ve

kurduğu iki modelde bu oranları karşılaştırmıştır. Bu oranlar; likit olmayan varlıklar grubu, likit varlıklar grubu, likit varlıkların toplam borca oranı grubu, aktif getiri oranları olarak gruplanmıştır. Çalışmada öncelikle, Beaver (1966) tarafından yapılan çalışmaya paralel olarak, ikiye ayrılmış sınıflama testi yöntemini kullanmıştır. Çalışmada ayrıca Altman (1968) tarafından yapılan çalışmada kullanılan diskiriminant analizi de kullanılmıştır. Kurulan diskiriminant analizi ile finansal başarısızlığı bir yıl önceden % 12 ve üç yıl önceden % 18 hata ile tahmin edilebileceği sonucuna varmıştır. Bununla birlikte, Deakin (1972) ayrıca işletmelerin finansal başarısızlık içine düşeceklerini iki yıl önceden % 10 hata ile tespit edilebileceğini belirtmiştir (Deakin, 1972). Ancak bu durumun sebebi yeterli düzeyde açıklanamamıştır.

4 İŞLETME DEĞERİ

4.1 İşletme Kavramı ve İşletmenin Amacı

İşletmeler genel olarak kar elde etme, topluma hizmet etme ve yaşamlarını devam ettirme amaçlarıyla kurulan ve üretim faktörlerini planlı ve sistemli bir şekilde bir araya getirerek ürün veya hizmet üretimi gerçekleştiren birimler olarak tanımlanmaktadır. Bununla birlikte, tahakkuk etmiş gelirleri tahakkuk etmiş giderlerinden fazla olduğu için faaliyet dönemleri sonunda yüksek kar rakamları açıklayan bazı işletmelerin finansal sıkıntıya düştükleri, hatta iflas ettikleri de görülebilmektedir. Diğer bir ifade ile karlı görülen işletmeler vadesi gelen ve ödemekle zorunda oldukları bazı yükümlülükleri, işletme varlıkları arasında gerekli nakdin bulunmaması nedeniyle yerine getiremeyebileceklerdir. Buna göre, genel anlamda işletmenin dar anlamda ise işletme yöneticisinin amacı işletme sahiplerinin refahını en yüksek düzeye çıkarmak olduğundan, karlılık nihai amaç olmayacaktır. Bu nedenle işletmeler, kârlılığı işletme sahiplerinin refahını en yüksek düzeye çıkarmanın bir aracı olarak kullanmanın yanı sıra, hem zaman hem de miktar açısından etkinliğin sağlandığı bir yönetim izlemek durumundadırlar. Güncel yaklaşımlara göre işletmeler genel olarak; hisse senedi sahiplerinin servetini en üst düzeyde gerçekleştirmeyi hedeflemektedirler. Buna göre, işletmenin gereksinim duyduğu fonlar en uygun kaynaklardan, en uygun koşullarda sağlanmalı ve bu fonları en verimli veya en karlı yatırımlarda kullanmaya yönelik uygulamalar gerçekleştirilmelidir.

Sermaye yapısı işletmelerin varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların bileşimini ifade etmektedir. İşletme yöneticileri işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaç duydukları varlıklarını finanse ederken, alacakları finansman kararlarıyla bilançonun kaynak kısmını biçimlendirmekte; diğer bir ifadeyle, sermaye yapısını belirlemektedirler. Bilançonun varlıklar kısmında ise, vadesi gelen yükümlülüklerin karşılanması ve faaliyetlerin aksamadan sürdürülebilmesi için sermaye yapısının durumuna göre likit varlıklar bulundurulmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları risk ve değer arasında bir denge kurmayı gerektirmektedir. Sermaye yapısı kararları genel olarak, hisse senedi sahiplerinin servetini en üst düzeyde gerçekleştirme hedefiyle bir işletmenin gereksinim duyduğu fonları en uygun kaynaklardan, en uygun koşullarda sağlaması ve bu fonları en verimli veya en karlı yatırımlarda kullanılmasına yönelik uygulamaların bütünü olarak tanımlanabilmektedir. Buna göre hisse senedi sahiplerinin servetini en üst düzeyde gerçekleştirme faaliyeti temelde işletme değerinin en çoklaştırılması ile mümkün olmaktadır.

4.2 İşletme Değeri Kavramı

Değer kavramı, satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmetin alıcıları ve satıcıları tarafından sonuçlandırılması muhtemel tutarını ifade etmekte olup, genel olarak mal veya hizmet için alıcılar veya satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal veya hayali fiyatı göstermektedir. Bu nedenle, değer bir gerçeklik değil,

belirli bir zaman zarfında satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmet için ödenmesi olası bir fiyatın zihinlerde oluşturduğu parasal ifadedir.

Ülkemizde ve dünyada sermaye piyasaları hızla gelişmektedir. Bu gelişim ile birlikte, sermaye piyasalarındaki halka açılmaların, birleşme ve devralmaların ve yeni yatırımcıların değerlemeye olan ihtiyaçları da artmaktadır. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında etkinliğin ve ayrıca yatırımcı ortamındaki güvenin artması için piyasalarda işletmelerin değerinin doğru, gerçeği tam olarak yansıtan ve net olarak ifade edilebilmesi gerekmektedir.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, özellikle işletmelerin temel amaçlarının karlılığın sağlanmasından hisse senetlerinin değerinin en çoklaştırılmasına dönüşmesiyle birlikte işletmelerin değer kavramına verdikleri önem artmıştır. İşletme değerinin belirlenmesi genellikle organize bir piyasada işlem görmeyen işletmeler için önem taşımaktadır. Zira organize bir piyasada işlem gören işletmelerin değeri piyasada an be an oluşmaktadır. Bununla birlikte, bir işletme organize bir piyasada işlem gördüğü durumda gerçekleşmiş bir değeri bulunmakla birlikte gerçekleşmiş değeri gerçek değerinden farklı da olabilmektedir. Diğer bir ifade ile işletmelerin gerçek değerleri piyasaya tam olarak yansıyamayabilecektir.

Değer kavramı, herhangi bir varlığı elde edebilmek için o varlık ile ilgili tam ve asimetrik olmayan bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan, belirledikleri bedel şeklinde ifade edilebilmektedir. Söz konusu varlık bir işletme olabileceği gibi menkul yahut gayrimenkul bir varlık da

olabilmektedir. Bir işletmenin değeri ise; işletmenin bilançosundaki her türlü varlık, işletmenin örgütlenme yapısı, varlıklarından faydalı ve karlı sonuçlar elde etmek için uyguladığı teknoloji, ürettiği ürünlerin kalitesi, müşteri ve tedarikçilerinin memnuniyeti, genel yönetim uygulamaları, işletmenin genel örgüt kültürü, bulunduğu sektör ve işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayesi ile şekillenmektedir. Diğer bir ifade ile işletmenin değeri maddi faktörlerle birlikte maddi olmayan ancak işletmeye değer katan pek çok faktör tarafından belirlenmektedir (Düzer, 2008).

Bir varlığın olması gereken gerçek değerini tespit etmek için yapılan değerleme işleminde, varlık değerinin hangi amaçla kullanılacak olması önem taşımaktadır. Diğer bir ifade ile değerleme çalışması kullanıcısını farklı sonuçlara götürebilecektir. Bununla birlikte, değerleme kavramından neyin kastedildiği de önemlidir. Buna göre, işletmelerin değerleri belirlenirken; defter değeri, piyasa değeri, tasfiye değeri, gerçek değeri veya işleyen teşebbüs değeri çeşitlerinden hangisinin ifade edildiği belirtilmelidir.

Bir işletmenin defter değeri, muhasebe kayıtları ile belirlenen değeriyken, piyasa değeri piyasada arz ve talebe göre oluşan değerdir. İşletmelerin tasfiye değeri, işletme varlıklarının ayrı ayrı satılması ve yabancı kaynaklarının ödenmesi sonucu elde kalacak tutarı, işleyen teşebbüs değeri ise işletmenin faaliyetlerine devam ettiği sürece oluşturacağı değeri ifade etmektedir. Son olarak bir işletmenin gerçek değeri, asimetrik bilginin olmadığı bir ortamda tam bilgili alıcı ve satıcılarının işletme için biçecekleri değeri ifade etmektedir.

4.3 İşletme Değerinin Belirlenme Nedenleri

İşletmeler bir bütün olarak piyasada ne ifade ettiğini bilmek isteyebilecektir. Bunu merak eden işletme olabileceği gibi işletmeye yatırım yapacak taraflar da olabilmektedir. İşletmeler; birleşmelerde, halka arzlarda, kar dağıtım politikalarının oluşturulmasında, yeni hisse senedi ihracında, hisse senetlerini piyasadan toplanılmasında, kredi analizlerinde, özelleştirme gibi işletmeye özgü durumların varlığında, işletme nevi değişikliklerinde, sermaye yapısının oluşturulması aşamalarında, yeni yatırımların finansmanında, varlıkları üzerine kısıtlamalar getirildiğinde ve tasfiye sürecinde değerlerini bilmek isteyeceklerdir (Yıldız, 2006).

Yukarıda belirtildiği üzere işletme değerleme çalışmaları değişik amaçlarla gerçekleştirmekte olup, çalışmanın bu bölümünde temel değerleme nedenleri olan; birleşmeler ve devralmalar, halka açılma kararları ve hisse senedi analizleri nedenleri üzerinde durulacaktır.

4.3.1 Birleşme veya Devralma Süreci

İşletmelerin dışsal büyüme biçimlerinden olan işletme birleşmeleri, iki veya daha fazla işletmenin, eski tüzel kişiliklerini ortadan kaldırmak suretiyle bir araya gelerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Devralmalar ise, bir işletmenin diğer bir

işletme veya işletmeleri tüm aktif ve pasifleriyle devralması ve devralınan işletmelerin tüzel kişiliklerinin devralan işletme altında erimesi sürecidir. Birleşme ve devralmalarda işletmeler değerlendirilirken; işletmenin değerinin ne olduğu ve çeşitli alternatif kararların alınması durumunun işletmenin değerini nasıl etkileyeceğinin belirlenmesi gerekmektedir (Çelik, 1999).

Birleşme veya devralmalarda gerçekleşen hukuki olaya konu olan temel varlık işletme olup, söz konusu işlemlerin gerçekleştirilebilmesi adına işletmenin gerçek değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu değer karşılıklı çıkar grupların kararları doğrultusunda pazarlık usulüne göre oluşmakla birlikte, taraflar müzakerelerden önce bir değer atfetmiş olmaktadırlar.

4.3.2 Halka Açılma Süreci

Halka açılma kavramı, işletmenin hisse senetlerini çok sayıda ve kim olduğu önceden bilinmeyen yatırımcılara her türlü çağrı ve ilan aracılığıyla satışı olarak tanımlanmaktadır. İşletmelerin, ortak satışı (mevcut sermayesini temsil eden hisse senetlerinin bir kısmını halka açılması) ve sermaye artırımı (mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle) yoluyla olmak üzere iki temel şekilde halka açılmaları mümkündür. İşletmeler; yeni ve ilave finansman olanakları sağlaması, likidite sağlanması, ulusal ve uluslararası alanda tanınırlık, kurumsallaşma ve finansal güvenilirlik artışı gibi nedenlerle halka açılmayı tercih etmektedirler.

Buna göre, halka açılmak isteyen bir işletme hisse senetlerinin piyasada işlem görmeye başlamadan evvel hangi fiyattan tekliflere açık olması gerektiğini bilmek istemektedir. Diğer bir ifade ile işletmelerin, hisse senetlerini piyasadaki yeni yatırımcılara satmak isteyecekleri fiyatı halka açılmadan evvel bilmeleri için değerleme zorunlu bir aşamadır. Söz konusu değer işletme sahiplerinin kafasında önceden oluşan değerden çok farklı olabilecektir. Bu durumda halka açılmak isteyen çıkar grupları ana satıcı ortağı ikna etmek durumunda olacaklardır.

Bununla birlikte, işletmeler mevcut hisse senedi sahipleri tarafından değerlenebileceği gibi potansiyel hisse senedi sahipleri diğer bir ifade ile yatırımcılar tarafından da değerlendirilmektedir. Potansiyel yatırımcılar işletmeleri değerlendirirken ilerleyen maddelerde belirtilecek pek çok değerleme yöntemini kullanacaklardır. Bu değerleme yöntemlerinden birisi de değer analizleri başlığı altında toplanmaktadır.

4.3.3 Yatırımcı Değer Analizleri

İşletmelere ortak olacak potansiyel yatırımcılar işletme hisse senetlerine biçecekleri fiyatları belirleyebilmek için çeşitli hesaplama yöntemleri kullanmaktadırlar. Yatırımcılar piyasada ederinden düşük değerlemiş menkul kıymetleri almayı, ederinden yüksek değerlenmiş menkul kıymetleri ise satmayı düşüneceklerdir. Buna göre yatırım avcısı olan yatırımcılar piyasalarda düşük fiyatlanmış hisse senetlerini arayacaklardır. Yatırımcılar; teknik analiz, temel analiz

ve rassal analiz olmak üzere üç farklı analiz yöntemini kullanarak yatırım kararlarını belirlemektedirler.

Teknik analizde, piyasalara ilişkin geçmiş bilgiler baz alınarak fiyatların gelecekteki seyri tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Temel analizin en önemli varsayımı geçmişin geleceği şekillendireceği diğer bir ifade ile fiyatların sürekli tekrarlayacağı varsayımıdır. Teknik analiz kullanıcıları, geçmiş fiyat hareketleri ve işlem hacimleri ile gelecekteki fiyat hareketleri tahmin edebileceğine inanmaktadırlar. Teknik analiz kullanıcıları, fiyatların oluşması sırasında bütün ekonomik unsurların dahil olduğunu kabul etmektedirler (Murphy, 1999). Teknik analizde; grafiksel sunum ve grafiksel analiz, trendler, kanallar ve çizgisel analiz araçları, göstergeler ve hareketli ortalamalar ve Elliot dalgaları gibi araçlar kullanılmaktadır. Ayrıca teknik analize göre hisse senedi fiyatları; artan, azalan ve yatay (bull, bear ve fish market) olmak üzere üç şekilde hareket etmektedir (Erdinç, 2004). Bununla birlikte, teknik analizi uygulayanlar çeşitli çubuk, nokta ve şekil grafiklerini yaygın olarak kullanmaktadırlar.

Temel analiz ise, işletmeye ilişkin makro ve mikro bilgilerin göz önünde bulundurularak gerek nitel gerekse de nicel veriler ile birlikte hisse senedi fiyatlarına ilişkin tahminlerin yapılması sürecidir. Amaç hisse senedi fiyatları üzerindeki etkili tüm unsurların gelecekteki durumları göz önüne alınarak gelecekte oluşacak fiyatların tahmin edilmesidir. Temel analizde; makro ekonomi (milli hasıla, döviz kuru, reel ve nominal faizler gibi verilerin gelecek tahminleri), sektör (sanayi yapısı, rekabet durumu vb. durumlar) ve işletme iç analizi (geçmiş finansal veriler,

işletmenin yatırım, temettü, pazarlama ve finansman politikaları, yöneticilerin tecrübeleri vb.) olmak üzere üç aşamalı bir analiz yapılmaktadır (Eken, 2006). Temel analize göre sistematik ve sistematik olmayan olmak üzere iki çeşit risk söz konusudur. Portföy çeşitlendirmesi ile kaçınılamayan dolayısıyla işletme dışı faktörlere bağlı olan riske sistematik risk, portföy çeşitlendirmesi ile kaçınılabilen riske ise sistematik olmayan risk denilmektedir.

Rassal analiz yöntemi rassal yürüyüş (random walk) teorisine dayanmakta olup, uzun vadeli yatırımı esas almaktadır. Bununla birlikte, etkin piyasalarda fiyatların rassal bir şekilde oluşacağı ve yatırım kararları verilirken kayıtsız kalınması gerektiği vurgulanmaktadır (Uyar, 2001). Rassal analizi uygulayanlara göre, yatırım analizleri zaman kaybına ve maliyetlere neden olmaktadır ve etkin piyasalarda uzun dönemde işletmelerin piyasa değeri gerçek değerini bulacaktır. Ayrıca, uzun vadede piyasanın tümünün getirisi tek bir hisse senedi getirisine eşit olacağından yatırım kararları alınırken rassal davranılması yeterli olacaktır.

4.4 Değerlemeye İhtiyaç Duyan Taraflar

İşletmelerin değerlemesi, çok farklı kişi veya kurumlarca farklı amaçlarla yapılabilmektedir. Halka açılma, birleşmeler ve devralmalar ile yatırımcı analizleri gibi nedenlerle; işletmenin kendisi, işletme hisse senedi sahipleri, işletmeyi devralmak veya işletme ile birleşmek isteyen taraflar, kreditörler, potansiyel yatırımcılar, aracı kurumlar ve kamu otoritesi değerlemenin tarafı olabilmektedir.

İşletme hisse senedi sahipleri ellerindeki hisse senetlerini herhangi bir yolla piyasada satmak istediklerinde değerleme çalışmalarına ihtiyaç duyacaklardır. Bu hisse senedi sahibi gerçek bir kişi olabileceği gibi, kurumsal yatırımcı olan bir tüzel kişi veya özelleştirme nedeniyle işletme değerini tespit edecek kamu otoritesi de olabilmektedir. Bununla birlikte, işletmeye yabancı kaynak sağlayacak kurumlar da işletmenin olumlu ve olumsuz yanlarını tespit edebilmek adına değerleme çalışmalarına gidebilmektedir. Son olarak işletmeye yatırım yapmak isteyen potansiyel yatırımcılar da işletmenin kendilerine gerek temettü gerekse de sermaye kazancı sağlayıp sağlamayacaklarını tespit etmek adına değerleme yapabilmektedirler.

4.5 Değerleme Yöntemleri

Yatırımcılar piyasada ederinin altında işlem gören hisse senetlerini almak, piyasada ederinin üzerinde işlem gören hisse senetlerini ellerinden çıkarmak isteyeceklerdir. Yatırımcılar bu değer farklılıklarından yararlanabilmek adına işletmenin değerini ve sonuçta bir hisse senedinin gerçek değerini hesaplamak isteyeceklerdir. Bir hisse senedinin değeri, normal bir malın fiyatında olduğu gibi arz ve talebe göre değişmektedir.

Nominal değer hisse senedinin üzerinde yazılı olan değeri ifade etmektedir. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununa ilgili muhasebe kayıtlarını

yapabilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında kurucular tarafından belirlenen değeri ifade etmektedir. Ancak yeni ihraç edilecek hisse senetleri nominal veya primli bir değerden ihraç edilebilmektedirler. Yani, hisse senedinin ihraç fiyatı nominal fiyatına eşit veya yüksek olabilmektedir.

İşletmelerin defter değeri, varlıkların aktif hesaplara kaydedildiği değerdir. Diğer bir ifade ile defter değeri, işletmenin tarihi esaslara göre belirlenmiş değeridir. İşletmelerin cari piyasa değeri ile defter değeri arasında zayıf bir ilişki mevcuttur. İşletmelerin defter değeri, hesaplanırken, şüpheli ticari veya ticari olmayan alacaklara karşılık ayrılmışsa veya varlıklara amortisman uygulanmışsa söz konusu tutar işletme değerinden düşülmelidir. Diğer bir deyişle defter değeri işletmenin varlıklarının net değeri ile ilgilenmektedir. Defter değeri, işletmelerin özellikle enflasyonist dönemlerde hatalı değerlenmesine neden olabilecektir. Bir işletmenin hisse senetlerinin defter değerine ulaşmak için, işletmenin varlıklarını toplamak yeterli olmayacak olup, söz konusu değerden işletmenin yabancı kaynaklarının defter değerini çıkarmak gerekmektedir.

Bir işletmenin tasfiye değeri, işletmenin tüm varlıklarını ayrı ayrı paraya dönüştürmesi sonucunda elde edilen tutardan işletmenin yabancı kaynaklarının defter değerinin çıkarılması ile elde edilmektedir. Bu faaliyet zorunlu olacağı gibi ihtiyari de olabilecektir. Tasfiye değeri ile defter değeri arasındaki temel fark, defter değerinin maliyet esasına, tasfiye değerinin ise cari piyasa değerleri üzerinden yapılacak olmasıdır (Çelik, 1999). İşletmelerin tasfiye değerinden bahsederken, söz konusu değerlemenin iflas durumda yapılıyor olması kastedilmemekte olup,

varlıkların tek tek elden çıkarılma durumundaki değerine vurgu yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile faaliyetlerini sürdüren ve sürdürecek olan bir işletmenin de tasfiye değeri hesaplanabilmektedir. Bu değerin hesaplanmasındaki amaç yöneticilere değerleme konusunda bir bakış açısı vermesinin istenmesidir. Bununla birlikte, teorik olarak tasfiye değerinin piyasa değerinden düşük olması beklenmektedir. Bunun altında yatan temel neden, tasfiye değerinin piyasa değerinden düşük olması durumunda işletmenin rasyonel olarak tasfiyesinin anlamlı hale gelecek olmasıdır. Bununla birlikte, işletmelerin tasfiye değeri işletmelerin tasfiye amacıyla kurulmadıklarından yatırımcı açısından geçerli bir referans olmayacaktır.

Hisse senedinin sermaye piyasasında oluşmuş fiyatına piyasa değeri denilmektedir. Bir varlığın piyasa fiyatından söz edilebilmesi için piyasa tarafından bilinen, rahatlıkla alım ve satımının yapılabildiği bir ortamın olması gerekmektir. Eğer menkul kıymet organize bir borsaya kayıt olmuş ise onun piyasa değeri aynı zamanda borsada işlem gördüğü değeri olmaktadır.

Piyasa Değeri = Mevcut Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Piyasa Fiyatı

Sermaye piyasalarında fiyatlar, arz ve talebe göre oluşmaktadır. Hisse senedinin piyasa fiyatında gerek piyasa koşullarında gerekse makro ekonomik dengelerde meydana gelen değişiklikler sonucunda dalgalanmalar olabilmektedir. Kuramsal olarak hisse senedinin uzun vadede gerçek değerini bulması beklenmektedir. Piyasa değerinin belirlenen gerçek değerin üzerinde oluşması durumunda hisse senedinin primli olarak işlem gördüğü, aksinde ise iskontolu olarak

işlem gördüğü sonucuna ulaşılabilmektedir. Piyasa değerinin gerçek değeri yansıtıp yansıtmadığı, piyasaların etkinliğiyle ilgilidir. Piyasalar tam olarak etkin olduğu durumda, piyasa fiyatının gerçek değeri yansıttığı söylenebilmektedir.

Dolayısıyla bir hisse senedinin değeri o hisse senedini belirli bir fiyatta almak ve satmak isteyenler tarafından belirlenecektir. İşletmelerin değeri; düzeltilmiş defter değeri yöntemi, net aktif değeri yöntemi, yerine koyma değeri yöntemi, görece değerleme yöntemleri, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi, finansal varlık fiyatlama yöntemi ve arbitraj fiyatlama modeli olmak üzere çeşitli yöntemlerle hesaplanabilmektedir. Bununla birlikte, bu çalışmada ilerleyen bölümlerde kurulacak modelde verileri kullanılan işletmelerin organize bir piyasada işlem görmesi nedeniyle gerçek değerinin piyasada oluşan değerinin olacağı varsayıldığından, işletmeler yukarıda sayılan yöntemlerle ilave bir değerlemeye tabi tutulmayacaktır.

4.5.1 Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi

İşletmelerin değerinin tespitinde kullanılan yöntemlerden birisi olan düzeltilmiş defter değeri yöntemindeki temel unsur, işletmenin yayımlanmış finansal tablolarındaki bilgilere dayanarak işletmenin defter değerinin düzeltilmek suretiyle belirlenmesidir. Bu yaklaşıma göre işletmenin değeri, işletmeden talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamına eşittir. İşletmenin gerçek değerlerine ulaşılmak için net aktif toplamından, yatırımcıların talepleri dışında kalan diğer

yükümlülüklerin çıkarılması gerekmektedir. Yöntem kapsamında kullanılan formül aşağıdaki şekilde verilebilmektedir:

İşletmenin Değeri = Pasif Toplamı – (Kısa Vadeli Ticari Borçlar + Ödenecek Giderler + Alınan Sipariş Avansları + Borç ve Gider Karşılıkları + Uzun Vadeli Ticari Borçlar + Uzun Vadeli Alınan Sipariş Avansları + Uzun Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları)

4.5.2 Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri yönteminde, işletmenin sahip olduğu varlıklar tasfiye değeri yönteminde olduğu gibi ayrı ayrı paraya dönüştürülüp bulunan tutardan işletmenin yabancı kaynaklarının piyasa değerlerinin çıkarılması söz konusudur. Dolayısıyla bu yöntemde tasfiye değerine ilave olarak yabancı kaynakların defter değeri değil piyasa değerlerinin dahil edilmesiyle daha doğru bir sonuca ulaşmak mümkün olmaktadır. Bununla birlikte, net aktif değeri de defter değeri ve tasfiye değeri yöntemlerinde olduğu gibi işletmenin geleceği ile değil geçmişi ile ilgilenmektedir. Bu nedenle net aktif değeri yöntemi yatırımcı açısından geçerli bir referans olmayacak olup, yöntem değerleme konusunda bir bakış açısı sağlaycak ve işletmenin olası en küçük değeri tespit edilmiş olacaktır.

4.5.3 Yenileme Değeri

Bu yöntemde bir işletmenin aktifinde bulunan sabit kıymetlerin değeri, işletme yeni kuruluyormuş gibi cari fiyatlarla elde edilme değeri üzerinden hesaplanmaktadır. Buna göre, mevcut sabit kıymetlerin ömürleri kadar amortisman ayrılarak kuruluşun sabit kıymetleri ile ilgili bir değer tahminine ulaşılmaktadır. Bu yöntem, sabit kıymetleri aktifinde önemli yer tutan üretim işletmelerinin değerlemesinde kullanılmaktadır.

4.5.4 Göreceli Değerlendirme Yöntemi

Göreceli değerlemenin amacı piyasada hali hazırda fiyatlanmış benzer varlıklara dayanarak ilgili varlık için bir fiyat (değer) bulmaktır. Bunun için ilgili varlığın temel verileri arasında mantıksal oranlamalar yapılarak, bazı çarpanlar oluşturulmaktadır. Bu çarpanların hesaplanması ve kullanımı oldukça kolay olmaktadır. Genel olarak göreceli değerlemenin iki aşamasından söz edilmektedir. İlk aşamada göreceli bazda değerleme yapmak için fiyatlar standardize edilmelidir. Genellikle fiyatlar; kazanç, defter değeri ve satış çarpanlarına çevrilerek standardize edilmektedir. İkinci aşamada ise karşılaştırılabilir (benzer) işletmeler bulunmaktır. Karşılaştırılabilir işletmeler bulmak oldukça güç olmaktadır. Aynı sektörde benzer işletmeler bulunsa dahi, genellikle bu işletmelerin riskleri ve büyüme potansiyelleri farklı olmaktadır. Dolayısıyla bu faktörlerin nasıl kontrol edileceği önemli bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Özetle görece değerleme yönteminde;

öncelikle karşılaştırma yapılacak işletmeler belirlenir, ardından kullanılacak katsayı belirlenir, sektördeki benzer işletmelerin ortalama değerleri belirlenir, değerlendirilen işletmenin performansı tespit edilir ve son olarak değerlenecek işletmenin performansı ile sektör ortalama katsayısı çarpılarak işletmenin değeri bulunmaktadır.

İşletme değeri hesaplanırken, piyasada oluşan standart değerler ve sektördeki diğer işletmelerin satış, karlılık, kapasite, varlıklarının değeri gibi çeşitli verilerini alarak mukayese edilmektedir. Bu yöntemde genellikle; hisse senedi piyasalarında işlem gören benzer işletmelerin değerlemeleri çeşitli çarpan ve oranlar baz alınarak, piyasanın doğru fiyatlama yaptığı varsayımıyla değerleme yapılmaktadır.

4.5.4.1 Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) yönteminde temel olarak, aynı/benzer sektör içinde yer alan işletmelerin değerinin ürettikleri kazançlar, diğer bir ifade ile yatırımcılarına sağladıkları getiriler ile orantılı olduğu fikrine dayanmaktadır. Bu nedenle yatırımcılarına yüksek getiri sağlayan işletmeler görece olarak daha değerli işletmelerdir. Bu yöntemi açıklamadan önce yöntemde kullanılan F/K oranının nasıl hesaplandığı belirtilmelidir. Buna göre, F/K aşağıdaki formüldeki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\textbf{F/K Oranı} = \frac{\textbf{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\textbf{Hisse Senedi Başına Net Kar}}$$

F/K oranı yatırımcıların bir birim temettü elde edebilmek için ne kadarlık bir fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir. Buna göre, F/K oranı düşük olan işletmelerin başlangıç yatırım tutarını daha çabuk realize ettiği için daha avantajlı olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir. Buna göre, büyüme potansiyeli olan işletmelerin F/K oranları yüksektir.

F/K oranı yöntemine göre değerleme yapılırken, öncelikli olarak aynı/benzer sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler belirlenmelidir. Belirlenen işletmelerin F/K oranları tespit edilmeli ve bu oranlar üzerinden hesaplanan ortalama bir F/K oranı değerlemeye tabi tutulacak işletme için baz alınarak, işletmenin geçmiş dönemde elde ettiği kazanç üzerinden işletmenin değerine ulaşılmalıdır. Tespit edilen işletme değerinin, işletmenin toplam hisse senedi adedine (hisse senetlerinin homojen olduğu varsayımı altında) bölünmesiyle de, hisse senedi sahiplerinin ellerindeki her bir hisse senedinin değerine ulaşılabilmektedir. Söz konusu hesaplamada genel olarak aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

İşletmenin Değeri = Referans F/K Oranı x Hisse Başına Net Kar

Bununla birlikte, bu yöntemde ulaşılan fiyat tutarının cari durumu yansıtması, kazanç tutarının ise gecikmeli verilerini içermesi nedeniyle hesaplanan fiyat gerçek sonucu vermeyebilecektir. Yönteme ilişkin bir diğer sorun ise, yöntemin doğrudan karşılaştırmaya dayalı olması bir başka deyişle, değeri tespit edilecek işletmenin, baz alınacak işletmelerin F/K oranı ile birebir ilişkili olduğu kabulünün yapılmasıdır.

Buna göre işletme değerini belirlemede, işletme içi dinamiklerden çok işletme dışı dinamiklerin daha etkili olacağı söylenebilecektir. Ayrıca, işletmelerin zarar etmesi durumunda F/K oranının anlamlı olmaması durumu ile karşılaşılmaktadır.

4.5.4.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi (PD/DD)

Bu yöntemde de F/K yönteminde olduğu gibi aynı/benzer sektör içinde yer alan işletmelerin değerinin temel olarak birbirine paralel olduğu fikrine dayanmaktadır. Buradaki piyasa değeri (PD), bir kıymetin satılması halinde piyasada o kıymet için ödenecek fiyat olarak tanımlanmaktadır. Defter değeri (DD) ise, bir varlığın hesaplara kaydedildiği, hesaplarda takip edildiği değerdir. Genel olarak bir işletmenin, PD/DD oranı birden düşükse, hisse senetleri piyasada düşük değerlenmiş anlamına gelebilmektedir. Bunun tersine, PD/DD oranı birden yüksek olan işletmelerin hisse senetleri piyasada yüksek değerlenmiş olacağından bu hisse senetleri yatırımcılar açısından iyi bir yatırım fırsatı olmayacaktır (Karan, 2004: 361).

Bu yöntemde de ulaşılan piyasa değeri tutarının cari durumu yansıtması, defter değerinin ise geçmiş yıl verilerini içermesi nedeniyle hesaplanan fiyat gerçek sonucu vermeyebilecektir. Bir işletmenin, bu yöntem kullanılarak değerlemesi yapılırken, öncelikli olarak aynı/benzer sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler belirlenmektedir. Belirlenen işletmelerin piyasa değerleri defter değerlerine oranlanmakta ve buna göre belirlenen ortalama bir PD/DD oranı işletme için baz

alınarak, defter değeri üzerinden işletmenin piyasa değeri hesaplanmaktadır. Bu yöntem F/K oranı yönteminde olduğu gibi işletmelerin gerçek değerlerinin belirlenmesinden çok yatırım fırsatlarının karşılaştırılması amacıyla kullanılması daha anlamlı olacaktır. Başka bir açıdan, PD/DD oranı yöntemine göre işletmenin iç dinamiklerinden çok dış dinamiklerin işletme değerinin belirlenmesinde daha etkili olmakta olduğu görülmektedir. PD/DD oranı yöntemi ile hisse senedi değeri hesaplanırken genel olarak aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

Hisse Değeri = Referans PD/DD Oranı x Hisse Senedinin Defter Değeri

4.5.4.3 Fiyat/Nakit Akım ve Fiyat/Satış Oranları Yöntemi

Hisse başına piyasa fiyatının, hisse başına nakit akım oranı (F/NA) ve hisse başına piyasa fiyatının, hisse başına satış oranı (F/NS) yöntemleri de önceki yöntemlerde olduğu gibi yatırım fırsatlarının karşılaştırılması amacıyla oluşturulmaktadır. Bu oranlar özellikle benzer sektörlerde yer alan işletmelerin karşılaştırmasında kullanılmaktadır. F/NA oranı, bir birim hisse senedinin piyasa fiyatının yine bir birim hisse senedi için hesaplanan nakit akımı tutarına oranlanması ile; F/NS oranı ise bir birim hisse senedinin piyasa fiyatının bir birim hisse senedi için hesaplanan net satış tutarına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Buna göre, iki durum için işletme değerleri aşağıdaki gibi formülize edilmektedir.

1 Hisse Değeri = Referans F/NA x Hisse Senedi Başına Nakit Akımı

1 Hisse Değeri = Referans F/NS x Hisse Senedi Başına Net Satış

Yöntemler PD/DD ve F/K oranları ile benzer sınırlılıklar taşıdıkları için bu sınırlılıklara bu bölümde tekrar değinilmeyecektir.

4.5.5 İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, işletmenin gelecekteki nakit akımlarının belirlenerek bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanarak toplanmasını ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile bu yöntemde esas olan işletmenin gelecekteki nakit akımlarına göre işletmenin değerinin belirlenmesidir. İşletmenin değeri gelecekteki nakit akımlarına dayandırıldığından diğer değerleme yöntemlerine göre bir takım üstünlükleri bulunmaktadır. İşletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımları sadece bilançoda yer alan aktif ve pasiflerin dikkate alınması ile değil bütün olarak işletme faaliyetlerinin bir sonucu olmaktadır. Çünkü nakit akımları, bilançoda görülmeyen ve para ile ifade edilemeyen varlıkların da etkisiyle oluşmaktadır.

Ancak bu yöntemin uygulanmasında da bazı sorunlarla karşılaşılmaktadır. Öncelikle nakit akımlarının doğru olarak tanımlanması ve bu tanımlamaya göre gelecekteki nakit akımlarının doğru olarak tahmin edilmesi gerekmektedir. Ayrıca işletmenin geçmiş performansı gelecek performansı için referans olarak alınmaktadır.

Bu nedenlerle, işletmenin değerinin belirlenmesinde bu yöntem kullanılırken bir takım varsayımlar yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır. İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin uygulanmasında üç temel nokta vardır. Bunlar; nakit akımlarının belirlenmesi, iskonto oranının belirlenmesi ve büyüme oranının belirlenmesi olarak sıralanabilmektedir.

İskonto edilmiş nakit akımları ile işletme değerlemesi iki yönteme göre hesaplanabilmektedir. Bunlar işletmeye yönelik serbest nakit akımlarının (SNA) ve özkaynağa yönelik serbest nakit akımlarının iskonto edildiği yöntemlerdir. Birinci yöntem olan SNA uygulamasında önce işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanmaktadır. Daha sonra bu değerden finansal yabancı kaynaklar ve diğer yükümlülükler düşülerek, hisse senedi sahiplerine kalan özkaynakların değeri bulunmaktadır. Diğer yöntem olan özkaynağa yönelik serbest nakit akımlarında ise, doğrudan hisse senedi sahiplerine kalan özkaynakların değeri bulunmaktadır. Bununla birlikte nakit akımı yerine temettü ödemeleri de dikkate alınarak bir iskonto yapılabilmekte ve bu durumda özkaynağa yönelik serbest nakit akımları temettülere eşit olmakta ve temettü ödemelerinin iskonto edilmesi yoluyla da işletmenin değeri bulunabilmektedir. Bu çalışmada işletmeye yönelik serbest nakit akımlarına (SNA) ilişkin açıklamalar yapılacaktır.

Nakit akımlarının belirlenmesinde, işletmelerin geçmiş yıllardaki nakit akımlarının analiz edilmesi gerekmektedir. İşletmenin önceki yıllardaki nakit üretme kabiliyetinin gelecek yıllardaki başarısının önemli bir göstergesi olduğu varsayılmaktadır. Bununla birlikte gelecek dönemlerde oluşması bugünden bilinen

durumların olması halinde bunların da analize dahil edilmesi gerekmektedir. Nakit akımları aşağıdaki eşitlik yardımı ile hesaplanabilecektir.

Net Satışlar
Faaliyet Giderleri (-)
Amortisman (+)
= Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)
Vergi (-)
Vergi Sonrası Kar
Net Duran Varlık Değişimi (-)
İşletme Sermayesindeki Değişim (-)
= İşletmeye Yönelik Serbest Nakit Akımları (SNA)

Bu eşitlikte belirtilen vergi sonrası kar, FVÖK'den vergi ödemesinin düşürülmesi sonucu bulunan değerdir. İşletmenin değeri, tabloda belirtilen işlemler sonucunda bulunan SNA'nın bugünkü değerlerinin alınması sonucu hesaplanacaktır. İşletmenin ömrünün sonsuz olduğu varsayımı nakit akımlarının tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle ilgili işletmenin ömrü iki ana kısma ayrılmaktadır.

Öngörülebilir dönemler (genellikle 5 yıllık dönem) olarak adlandırılan ilk kısım, öncelikle incelenmekte ve yıllık esasa göre ayrıntılı nakit akımları çıkarılmaktadır. Sonraki dönemlerde (işletmenin ana sözleşmesinde kısıtlı bir dönem ifade edilmedikçe, işletme ömrünün sınırsız olduğu varsayımıyla) nakit akımlarının istikrarlı bir yapıya kavuştuğu kabul edilmekte ve ortalama bir büyüme oranından işletmenin kalan dönemlerdeki değeri belirlenmektedir.

İskonto oranının belirlenmesinde birçok faktörün göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İlgili genel ekonomik durum, sektörün özellikleri, getiri oranı, dönemsel dalgalanmalar, piyasa yapısı ve rakiplerin durumu iskonto oranının belirlenmesinde dikkate alınmak zorundadır. Diğer bir ifade ile ilgili iskonto oranı gerek sektörler gerekse de işletmeler açısından farklılık gösterebilecektir. Literatürde, AOSM işletme değerlendirilmesi için uygun bir iskonto oranı olduğu belirtilmektedir. AOSM işletmenin sermaye bileşenlerini ağırlıkları oranında içermektedir. Buradaki varsayım işletmenin AOSM'nin tahmin edilecek dönem boyunca sabit olduğudur. Ancak AOSM zaman içinde değişebileceği bilinmektedir. AOSM aşağıdaki gibi formulize edilebilmektedir.

$$\mathbf{AOSM= R_e*(e/e+d)+ R_d*(1-t)*(d/d+e)}$$

Burada R_e özkaynakların maliyetini, R_d ise borcun maliyetini ifade etmektedir. (e/e+d) özkaynakların toplam pasif içindeki payını, (d/d+e) ise borcun toplam pasif içindeki payını ifade etmektedir. R_d*(1-t) ise işletmenin vergi sonrası yabancı kaynak maliyetidir. Burada R_d, işletmenin yabancı kaynakları için ödediği faizlerin yabancı kaynak miktarına bölünmesi ile bulunmaktadır. R_e ise, özkaynakların alternatif maliyeti olarak hesaplanabileceği gibi aşağıdaki eşitlik yardımıyla da bulunabilmektedir.

$$\mathbf{R_e= r_f + \beta \ x \ (r_m-r_f)}$$

Eşitlikteki rf, risksiz faiz oranıdır ve ilgili kamu otoritesi tarafından çıkarılan en kısa vadeli kamu iç borçlanma senedinin faiz oranı olarak alınmaktadır. rm ise piyasanın belirli bir dönemdeki getirisi olarak verilmektedir. Beta katsayısı, bir hisse senedinin getirisinin endeksle birlikte hareket etme derecesini gösteren bir katsayı olup, ilerleyen dönemlerde bahsedilecek olan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında detaylı olarak anlatılacaktır.

Yukarıda da belirtildiği üzere işletmelerin ömrü, öngörülebilir (D_1) ve öngörülemez (D_2) olarak ikiye ayrılmaktadır. Öngörülemeyen dönem D_2 için, belirlenen sabit büyüme oranını kullanılarak (g), işletmenin bu büyüme oranıyla sonsuza kadar büyüyeceği varsayılmaktadır. İşletmenin öngörülemeyen süre içindeki büyümesini tespit ederken genellikle işletmenin satışlarının belirli bir sabit oranda büyüyeceği varsayılmaktadır. Bu büyüme oranı belirlenirken, ülkenin büyüme oranı göz önüne alınmalıdır. Buradaki SNAn+1 öngörülebilen son dönemdeki nakit akımı ile (1+g) katsayısının çarpımı sonucu bulunmaktadır. Son olarak işletmenin bu iki ayrı dönemdeki değerleri toplanmaktadır (D_1 + D_2). Bu toplamdan, işletmenin yabancı kaynaklarının cari defter değeri çıkarıldığında bu sonuç işletmenin değerini verecektir. Elde edilen işletme değeri, toplam hisse senedi sayısına bölünmekte (hisse senetlerinin homojen olduğu varsayımıyla) ve bir adet hisse senedinin fiyatı tespit edilmektedir. Belirlenen iskonto oranı yardımıyla, öngörülebilir süre içindeki nakit akımlarının bugünkü değeri aşağıdaki gibi bulunmaktadır.

$$\text{Değer} = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n} SNA_t / (1+AOSM)^n}_{D_1} + \underbrace{(SNA_{n+1} / (AOSM - g)) / (1+ AOSM)^n}_{D_2}$$

4.5.6 Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

Markowitz (1952)'e göre, yatırımcılar portföylerini oluştururken grafiksel gösterimde etkin sınır olarak adlandırılan alanda optimum bir portföy dengesini sağlamak isteyeceklerdir. Oluşturulan portföy yatırımcının risk iştahına göre farklılık arz edecek dolayısıyla oluşturulacak portföylerin getirileri de farklılık gösterecektir. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model) (CAPM), hisse senetlerine ilişkin risk ve getiri arasındaki ilişkileri saptamaya yardımcı olan ve dolayısıyla Markowitz (1952) tarafından ifade edilen risk ve değer ilişkisini açıklayan bir modeldir. CAPM, teorik altyapısını Markowitz (1952) tarafından yapılan çalışmadan alsa da, ilk olarak Sharpe (1964) tarafından ifade edilmiştir. CAPM genel olarak, risk ile getiri arasında bir ilişki olduğunu bunun sonucunda da risk düzeyinin fiyatı diğer bir deyişle değeri etkilediğini varsaymaktadır. CAPM modern portföy teorisi çerçevesinde değerlendirilmekte olup, piyasaların etkin olduğu ve piyasa dengesinin sağlandığı durumda risk faktörünün piyasa değerini nasıl etkilediğini araştırmaktadır.

Genel anlamıyla yatırımcılar dar anlamıyla hisse senetlerine sahip olmak isteyen potansiyel ortaklar modern portföy teorisine göre, tüm alternatif varlık setini değerlendirmekte ve bu setler içinde en etkin olanlarını belirlemektedir. Yatırımcılar oluşturulan bu etkin setlerden bireysel farksızlık eğrilerine uygun olanını seçmektedirler. Piyasada riskli yatırım araçları olabileceği gibi risksiz yatırım araçları da bulunabilmektedir. Bu risksiz araçlar genellikle kamu otoritesi tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlerdir. Söz konusu risksiz yatırım araçları da portföye dahil edildiğinde yatırımcının varlık seti değişecektir. Nihai olarak oluşan varlık setine kısaca sermaye piyasası doğrusu denilmektedir.

CAPM modeli dayandığı teorik temel gereği bazı varsayımlarla birlikte değerlendirilmektedir. Bu varsayımlar aslında doğrudan modern portföy teorisinin varsayımları olmakla birlikte CAPM modeline göre, yatırımcılar yatırım yaparlarken portföyün beklenen getirisini ve sapmasına dikkat etmektedirler. Buna göre, yatırımcılar aynı risk düzeyindeki portföylerden getirisi yüksek olan portföyü, aynı getiri düzeyindeki portföylerden ise riski düşük olan portföyü seçeceklerdir. Bununla birlikte, yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken normal dağılıma yakın bir olasılık dağılımını dikkate almaktadırlar. Son olarak ise, piyasadaki tüm yatırımcılar aynı bilgi setine sahip olduklarından aynı beklenen getiri ve aynı sapma beklentisi içinde olacaktır.

CAPM modeline göre sermaye piyasaları tam rekabet piyasası durumundadır ve alıcı ile satıcı sayısı sonsuzdur. Bu küçük birimler bireysel hareketleri ile piyasanın bütününü etkileyemeyecektir. Ayrıca tam rekabet piyasası özellikleri

gereği, piyasalarda tam likidite vardır ve menkul kıymetler bölünebilir özelliğe sahip varlıklardır. CAPM modelinde yatırımcıların risksiz bir faiz oranından rahatlıkla borç alıp verebilecekleri, piyasada işlem maliyetlerinin olmadığı, sermaye kazançlarına vergi uygulanmadığı ve sermaye piyasalarında etkinliği bozacak uygulamaların olmadığı kabul edilmektedir.

CAPM modeline göre piyasadaki tüm yatırımcıların yatırım dönemleri, maruz kaldıkları faiz oranları, piyasa, işletmeleri yatırımlar ve fiyatlarla ilgili bilgileri, veri setleri ve etkin varlık setleri birbirinin aynıdır. Tüm varsayımlar dikkate alındığında, CAPM modelinde oluşturulan piyasaların gerek yatırımcılar gerekse de fon ihtiyacı içindeki taraflar için mükemmel düzenlenmiş bir sistem olduğu söylenebilmektedir. Bununla birlikte işletme pratiğinde söz konusu varsayımlardaki gibi bir piyasanın varlığı imkansız olmaktadır.

CAPM modeli, bir hisse senedinin beklenen getirisi ile piyasada bulunan tüm menkul kıymetlerin oluşturduğu piyasa portföyü getirisi ve risksiz faiz oranı arasında bir ilişki olduğunu kabul etmektedir. Bu ilişki aşağıdaki formül yardımıyla açıklanabilmektedir.

$$\mathbf{R_e = r_f + (r_m - r_f) \times (cov_{im}) / \delta^2_m}$$

Denklemdeki R_e herhangi bir hisse senedinin beklenen getirisini, r_f risksiz faiz oranını ve r_m piyasada bulunan tüm menkul kıymetlerin oluşturduğu piyasa portföyü getirisini ifade etmektedir. Denklemde bulunan (cov_{im} / δ^2_m) katsayısı temel olarak hisse senedi ile piyasa arasındaki kovaryans değerinin hisse senedi getirisinin

standart sapmasına oranı olup, bu değere CAPM modelinde beta denilmektedir. Beta bir hisse senedinin getirisinin endeksle birlikte hareket etme derecesini gösteren bir katsayıdır. Betanın bir olması hisse getirisi ile piyasa getirisi arasında birebir bir ilişki olduğunu ifade etmektedir. Betası sıfırdan küçük işletmelerin getirileri piyasa ile ters, betası sıfırdan büyük işlemelerin betası ise piyasa ile aynı yönde hareket edecektir. Diğer bir ifade ile bir işletmenin hisse senedi getirisi için hesaplanan beta değeri o işletmenin piyasa hareketleri karşısında nasıl tepki vereceğini göstermektedir. Buna göre, herhangi bir hisse senedinin sistematik olmayan riski beta katsayısının değeri tarafından belirlenecektir.

Yukarıdaki denklemde verilen R_e terimi, herhangi bir hisse senedinin beklenen getirisini ifade ettiği dikkate alındığında, bir hisse senedinin yıllar itibariyle beklenen tüm getirilerinin toplamı da o hisse senedinin değerini vereceği açıktır. Elde edilen sonuç bir hisse senedinin değeriyken toplam hisse senetlerinin değerinin diğer bir ifade ile işletmenin değerinin bulunması kolay olacaktır. Diğer bir ifade ile yukarıdaki R_e değeri işletmenin AOSM ile birlikte kullanılarak işletmenin değerinin hesaplanmasını mümkün hale getirecektir.

4.5.7 Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model) (APT) de CAPM modelinde olduğu gibi modern portföy teorisine dayanmaktadır. Bu nedenle APT modelini anlatmadan önce modelin varsayımlarına değinmekte fayda olacaktır. APT

modeline göre, sermaye piyasalarında tüm ürünlerin homojen olduğu, piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının olduğu tam rekabet koşulları bulunmaktadır. Bununla birlikte yine CAPM modelinde olduğu gibi yatırımcılar, aynı risk düzeyindeki portföylerden getirisi yüksek olan portföyü, aynı getiri düzeyindeki portföylerden ise riski düşük olan portföyü seçmektedirler. Bununla birlikte CAPM modeli ile APT modeli arasındaki en önemli fark, APT modelinin finansal varlıkların beklenen getirisinin CAPM modelinde olduğu gibi sadece beta ile değil çok daha fazla faktör tarafından belirlendiğini ifade etmesidir.

APT modeline göre bir hisse senedinin değeri; CAPM modelinde olduğu gibi sadece piyasa riski tarafından değil; geri ödenmeme riski, faiz oranı, likidite, enflasyon ve yönetim riskleri gibi pek çok faktör tarafından belirlenmektedir. APT modeli bir hisse senedinin değerinin yukarıda belirtilen risk faktörleri tarafından nasıl belirlendiğini araştırmaktadır. İlk olarak Ross (1976) tarafından ortaya atılan APT modeli, CAPM modeline alternatif olarak geliştirilmiştir.

APT modeline göre, homojen bir varlık piyasada iki farklı fiyattan alınıp satılamayacaktır. Böyle bir durumun olması halinde arbitrajcılar piyasaya girecek ve bu piyasa etkinsizliğinden faydalanarak kazanç elde edeceklerdir. Buna göre, bir varlık piyasada farklı fiyatlardan fiyatlanıyorsa, o varlıkların homojen olmadığı yahut varlıkların fiyatları eşitleninceye kadar bir kesim yatırımcının bu durumdan fayda sağlayacağı beklenmektedir. APT modeline göre, piyasalarda arbitraj olmayacağından varlık fiyatları bu duruma göre şekillenecektir. Buna göre, benzer risk düzeyindeki hisse senetlerinin beklenen getirilerinin birbirinden farklı

olmayacağı ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile yatırımcılar beklenen getirisi aynı olan hisse senetlerinden riski düşük olanı tercih edecekleri için aynı risk düzeyindeki hisse senetlerinin beklenen getirileri de birbiri ile aynı olmak zorunda olacaktır.

APT modeli sistematik risk üzerinde durmaktadır. Piyasalarda sistematik ve sistematik olmayan olmak üzere iki çeşit risk söz konusudur. Portföy çeşitlendirmesi ile kaçınılamayan dolayısıyla işletme dışı faktörlere bağlı olan riske sistematik risk, portföy çeşitlendirmesi ile kaçınılabilen riske ise sistematik olmayan risk denilmektedir. APT modeline göre, sistematik olmayan risk yatırımcı tarafından portföy çeşitlendirilmesiyle azaltılabileceğinden yatırım kararlarının verilmesi sırasında dikkate alınılması gerekmektedir. Bununla birlikte, sistematik risk unsurları portföy çeşitlendirilmesiyle hiçbir zaman ortadan kaldırılamamaktadır. APT modeline göre bir hisse senedinin getirisi aşağıdaki model ile ifade edilebilmektedir:

$$\mathbf{R_e = \pi + \beta_1\alpha_1 + \beta_2\alpha_2 + \beta_3\alpha_3 ..... + \beta_n\alpha_n + \mu}$$

Denklemdeki R_e herhangi bir hisse senedinin beklenen getirisini, π sabit terimi, β herhangi bir faktörün hisse senedi getirisi ile olan ilişkisini ve α ise risk faktörlerini ifade etmektedir. Söz konusu risk faktörleri için sistematik riski açıklayan pek çok değişken kullanılabilmektedir. APT modelinde de CAPM modelinde olduğu gibi, bir hisse senedinin yıllar itibariyle beklenen tüm getirilerinin toplamı o hisse senedinin değerini vereceğinden işletmenin değeri, hesaplanan R_e değeri ile hisse senedi sayısının çarpılması suretiyle bulunabilecektir.

4.5.8 Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Ekonomik kar modeli olarak da adlandırılan ekonomik katma değer (Economic value added) (EVA) modeli, bir işletmenin kazançlarının sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçen bir tekniktir. Bir performans ölçüm sistemi olarak EVA, kar hesaplanmasında sermayenin maliyetini de dikkate alarak, diğer ölçüm sistemlerinden farklılaşmaktadır. Aslında EVA, içeriğinde performans ölçüm aracı olmaktan daha farklı özellikleri de bulundurmaktadır. Bu sistem, finansal yönetimin ve teşvik sisteminin iskeletini oluşturarak, yönetim kurulundan en alt seviyeye kadar, işletmenin alacağı tüm kararlara kılavuzluk etmektedir. Bu durum, organizasyonda bulunan herkesin daha başarılı olması ile daha iyi bir iş yaşantısı sağlayan bir işletmenin kültürünü oluşmasına yardım etmektedir. EVA, işletmenin birleşmelerinden iş gören ücretlerinin belirlenmesine ve yöneticilerin ödüllendirilmesine kadar uzanan geniş bir yelpaze içerisinde hemen her konudaki işletme kararlarının alınmasında önemli rol oynamaktadır (Ercan et al, 2003, 69)

EVA'nın kullandığı sermaye maliyeti, ekonomistlerin fırsat maliyeti olarak adlandırdığı kavramla örtüşmektedir. EVA, yatırımcıların karşılaştırılabilir riske sahip hisse senetlerine veya tahvillere yaptıkları yatırımlardan elde etmeyi umdukları getiriye eşittir. Diğer bir deyişle, yatırımcıların bir işletmenin hisse senetlerine sahip olmakla, vazgeçtikleri parasal tutar EVA olarak ifade edilmektedir. Sermaye maliyeti veya beklenen getiri, hem özkaynağa hem de yabancı kaynaklara uygulanabilmektedir. Yabancı kaynak sağlayanların fonları karşılığında faiz talep etmeleri gibi, hissedarlar da riske attıkları paraları için en azından minimum orandaki

bir getiride ısrarcı olacaklardır. Diğer bir açıdan bakacak olursak EVA, hissedarların kar ölçüm yolu olarak karşımıza çıkmaktadır. Aslında net kar olarak adlandırılan tutar, özkaynağa hizmet etmek üzere kalan tutardır ve çoğu zaman da gerçek kar değildir. Bir işletmenin sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri sağlayamadığı durumda, o işletmenin zarar ederek çalışmakta olduğu söylenebilmektedir. İşletme, ülke ekonomisine kullandığı kaynaklardan daha az katma değer katıyor ise karlı olduğundan veya katma değer yarattığından söz etmek anlamsız olacaktır. Birçok yönetici bu temel prensibi unutarak, borcun maliyetini dikkate almakta ve özkaynak için herhangi bir gider karşılığı ayırmayan geleneksel muhasebe karı üzerine yoğunlaşmaktadır.

Yöneticiler bir yatırım kararı alırken, sermaye maliyetini mutlaka dikkate almak durumundadır. Bir işletme içinde performans ölçümü, yaratılan katma değer dikkate alınarak yapılmalıdır. İşletme için sermaye maliyetinin üzerinde bir getiri elde edilmesi önem kazanmaktadır. Bir işletme yöneticilerinin hisse senedi sahiplerinin servetlerinin artırıp artırmadığını ölçmenin iki yolu bulunmaktadır (Brealey et al, 1998). İlk olarak, yatırımın net getirisinin, sermaye maliyetini yüzdesel büyüklük olarak ne kadar aşıp aşmadığına bakılabilmektedir. Diğer alternatif yol ise, parasal bir büyüklük göstergesi olan ekonomik katma değerin hesaplanmasıdır. EVA, hissedarların net getirisine odaklanmakta olup, işletmenin özkaynaklarının sermaye maliyetinin de dikkate alındıktan sonraki kazancının ne olduğu sorusunun cevabının bulması amaçlanmaktadır.

İşletmeler net karı hesaplarken; ücret, hammadde maliyeti, işletme gideri, vergi vb. maliyetleri işletme gelirinden düşmektedirler. Ancak bu hesaplama yapılırken, özkaynağın sermaye maliyeti dikkate alınmamaktadır. Birçok işletme muhasebe karı elde etse de gerçekte sermaye maliyetini bile karşılayamamaktadır. EVA, işletmenin yarattığı gerçek karın ölçülmesi sürecidir. Aritmetik olarak EVA, düzenlenmiş faaliyet karından hem yabancı kaynak hem de özkaynak açısından uygun sermaye maliyetinin düşülmesi ile bulunmaktadır. Ekonomide bulunan bu rakama, artık gelir (residual income) veya ekonomik kar adı verilmektedir. Bununla birlikte, düzeltilmiş faaliyet karı, sermaye ve sermaye maliyetinin nasıl (doğru) ölçüleceğinin belirlenmesi gerekmektedir.

EVA'nın hesaplanmasında en temel faktör, işletmenin sermaye maliyetinin, yani beklenen getirinin hesaplanmasıdır. Bu oran yatırımcıların riski algılamalarına, sektörden sektöre, işletmeden işletmeye ve hatta aynı işletmenin içinde projeden projeye göre farklılık göstermektedir. Eğer işletmenin karı, ancak beklenen getiriye eşitse, yatırımcı başlangıçta yatırdığı tutara göre getiri sağlamış demektir. Bir yatırımcı ancak ve ancak işletmenin sermaye maliyetinden daha fazla getiri sağlarsa, ekonomik kar elde edebilecektir (Stern et al, 2001). En basit anlamda EVA'nın hesaplanması, vergi sonrası düzeltilmiş faaliyet karından sermaye maliyetinin çıkartılması ile yapılmaktadır. Hesaplamanın doğru olarak yapılabilmesi için, EVA formülünde bulunan tüm kalemlerin doğru bir biçimde elde edilmiş olması gerekmektedir. EVA aşağıdaki iki şekilde de hesaplanabilmektedir.

Ekonomik Katma Değer = Yatırılan Sermaye x (İşletmenin Yatırım Getirisi – Sermaye Maliyeti)

Ekonomik Katma Değer = Vergi Sonrası Faaliyet Karı – (Yatırılan Sermaye x Sermaye Maliyeti)

Yukarıdaki formülde de görüldüğü gibi ekonomik katma değer, yatırılan sermayenin getirisi ile AOSM arasındaki farkın yatırılan sermaye ile çarpımına eşit olmaktadır. Yapılan hesaplamalar sonucunda ortaya çıkan sonuç değer cinsinden olmaktadır. Bu tutarın pozitif olması, işletmenin kar elde etmek için yatırım yaptığı varlıkların maliyetinden daha fazla vergi sonrası faaliyet karı elde ettiğine yani, katma değer yaratmış olduğuna işaret etmektedir. Sonucun negatif olması ise işletmenin değer yaratmaktan ziyade özkaynaklarını tükettiği ve daha önceki dönemlerde yaratmış olduğu katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir. İşletmelerin finansal açıdan amacı, pozitif ve sürekli olarak yükselen bir EVA değerine sahip olmaktır (Ercan et al, 2003). Bununla birlikte, işletme değeri hesaplanırken EVA'nın bugünkü değerinin bulunması gerekmektedir. Bu hesaplama yapılırken, EVA işletmenin AOSM ile iskonto edilmelidir. Buna göre işletme değeri;

İşletme Değeri = Yatırılan Sermaye + Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri

4.5.9 Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Değerleme

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKN)'nda işletmelerin, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme işlemlerinin kapsamı belirlenmiştir. Değerleme faaliyetlerinin çerçevesi Seri: VIII, No: 45 sayılı "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" (Tebliğ) ile belirtilmiş olup, söz konusu Tebliği Uluslararası Değerleme Standartlarına[1] (UDS) uygun olarak yayımlanmıştır.

Tebliğ'de değer kavramı, "*satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavram*" olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte Tebliğ'e göre, "*değer gerçek bir veri olmayıp belirli bir değer tanımına göre belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenmesi muhtemel bir fiyatın bir takdirinden ibarettir*". Değerin ekonomik anlamdaki kavramı, değerlemenin yapıldığı tarihte malın sahibi veya hizmeti alan kişiye tahakkuk eden yararlar hakkında piyasanın görüşünü yansıtmaktadır. Tebliğ; piyasa değeri, piyasa değeri dışı değer, kullanım değeri, yatırım değeri, faal işletme değeri, sigorta edilebilir değer, takdir edilebilir (oranlanabilir, vergilendirilebilir) değer, hurda değeri, zorunlu satış değeri, özel değer ve birleşme değeri olarak farklı değer türleri sunmaktadır.

[1] http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn=591.pdf adresinden ulaşılabilmektedir.

Tebliğ'de piyasa değeri çok net tanımlanmış olup, bir varlığın istekli alıcı ve istekli satıcı arasında, tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, hiçbir zorlama olmadan, basiretli ve konu hakkında yeterli bilgi sahibi kişiler olarak, uygun bir pazarlama sonrasında değerleme tarihinde gerçekleştirecekleri alım satım işleminde el değiştirmesi gerektiği takdir edilen tutar olarak belirtilmiştir. Piyasa değeri ile makul değer (fair value) terimi genellikle birbirlerini tam olarak karşılamaktadır. Makul değer, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'nda bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyat veya yükümlülüklerin yerine getirilmesinde esas teşkil edecek olan meblağ anlamında kullanılmaktadır. Buna göre bir varlığın piyasa değerinin belirlenebildiği durumlarda, bu değer makul değerle aynı olacaktır.

Seri: VIII, No: 45 sayılı Tebliğ'e göre işletmeler veya daha geniş ifadesiyle varlıkla farklı değerleme yöntemleri kullanılarak değerlenebilmekte olup, değerleme yönteminin seçilmesi varlık sahibinin veya işletme yönteminin inisiyatifindedir. Piyasa değerinin veya piyasa dışı değerin belirlenmesi için yapılacak herhangi tipteki bir değerleme çalışması, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydına alınan işletmeler için sadece SPK tarafından yetkilendirilmiş değerleme uzmanları veya kurumları tarafından yapılabilecektir. Değerleme uzmanları veya kurumlarının çalışmanın daha objektif olması adına, bir veya daha fazla değerleme yöntemini kullanması gerekmektedir. Objektif olması durumu, "*basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal*

ve hizmet için ödemeyeceği ilkesi" gereğince değerlendirilmelidir. UDS, varlık değerlemesi ile ilgili işlemleri kolaylaştırma amacı gütmekte olup, finansal raporlamaya şeffaflık sağlayarak finansal raporlamanın global piyasalarda geçerlik kazanmasına katkıda bulunmaktadır.

Tebliğ'de belirtilen değerleme yöntemleri; emsal karşılaştırma yöntemi, gelir indirgeme yöntemi ve maliyet yöntemi olarak verilmektedir. Burada "emsal karşılaştırma yöntemi" ifadesinin çalışmamızda "görece değerleme yöntemi" ve "gelir indirgeme yöntemi" ifadesinin ise çalışmamızda "indirgenmiş nakit akımları yöntemi" olarak geçtiğinin belirtilmesi gerekmektedir. Söz konusu kullanımların Tebliğ ifadelerine sadık kalınarak aktarılma gereği duyulmuştur.

Emsal karşılaştırma yönteminde, genel olarak, benzer veya ikame varlıkların satışı ve ilgili piyasa verileri dikkate alınmaktadır. Yöntemde temel olarak, karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapılmaktadır. Gelir indirgeme yönteminde ise, değerlemesi yapılan varlığa ait gelir ve harcama verileri dikkate alınarak, tespit edilen değerin cari tutarına ulaşmak için bir iskonto yapılmaktadır. Tebliğ'de iskonto işlemini, gelir tutarının değer tahminine çevrilmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu işlem, hasıla veya iskonto oranı yahut her ikisini birden dikkate almaktadır. Tebliğ varsayımları ile belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akımının, en olası değer rakamının elde edilmesinin sağlayacağı ifade edilmektedir. Son olarak maliyet yöntemi, belirli bir varlığın satın alınması yerine kişinin o varlığın aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir varlığı elde edebileceği olasılığını dikkate almaktadır. Uygulamada yöntem,

yapılacak değer tahmininde yeni varlığın maliyetinin, değerlemesi yapılan varlık için ödenebilecek olası fiyatı önemli ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel varlıklar için amortisman ayrılmasını da içermektedir. Amortismana tabi tutulmuş yerine koyma maliyeti olarak ifade edilen yöntem, doğrudan piyasa verilerinin olmadığı veya sınırlı olduğu durumlarda özel kullanım amaçlı varlıkların piyasa değerini tespit edebilmek için kullanılan kabul edilebilir bir yöntem olarak ifade edilmektedir.

Piyasa değeri dışı değerleme esaslarına dayalı değerlemelerde de yukarıdaki yöntemler kullanılabilmektedir. Örneğin bir yatırımcı, piyasa dışı ve yalnızca o yatırımcıya özel bir yatırım getirisi oranı uygulayabilecektir. Yatırımcının beklediği yatırım getirisi oranına dayalı olarak yatırımcının vermeye razı olduğu fiyatı belirlemek için gelir indirgeme yöntemi uygulanırken, bir başka yatırımcı piyasa değerini değil, yatırım değerinin tespitini yapmaya çalışabilecektir.

Tebliğ'de belirtilen değerleme yöntemleri; sahiplik hakkı, kişisel sahiplik, işletme ve finansal menfaatler dahil hemen her tür değerlemede genel olarak kullanılmaktadır. Bununla birlikte, farklı varlıkların değerlemesi, değerlemesi yapılacak varlığın içinde bulunduğu piyasayı uygun bir şekilde yansıtan değişik veri kaynaklarını içermelidir. Yukarıda belirtilen değerleme yöntemlerinin alternatif uygulama usulleri bulunmaktadır. Değerlemeyi yapacak kişi veya kurumların; yetkinliği ve eğitimi, yerel standartlar, piyasa koşulları ve kullanılabilir veriler hangi yöntemlerin kullanılacağının kararlaştırılması için bir görüş oluşturacaktır. Alternatif yöntemlerin var olma nedeni değerlemeyi yapacak kişi veya kurumların nihai değer

takdiri için dikkate alınacak ve uzlaşılacak yöntemler sunulmak istenmesidir. Finansal varlıkların değerlemesi, yüksek düzeyde uzmanlık gerektirmektedir. Bu nedenle değerlemeyi yapacak kişi veya kurumların değerleme yöntemlerini, değerleme konusu finansal varlıkların özelliklerine uyarlamalıdır.

İşletmelerin değerlemeleri de herhangi bir varlığın değerlenmesindeki gibi UDS'nin hükümleri uygulanarak piyasa değeri esaslı değerleme ile gerçekleştirilmektedir. Genellikle, işletme değerlemesi çalışmalarında uygulanan teori, kavramlar ve süreçler temel olarak diğer değerleme tiplerine uygulananlarla benzerlik göstermektedir. UDS'ye göre; piyasa esaslı, nakit akımlarının indirgenmesi esaslı ve varlık esaslı olmak üzere üç çeşit değerleme yapmak mümkündür. Piyasa esaslı değerleme yöntemi, değerleme konusu işletmeyi, piyasada satılmış benzer nitelikteki işletmelerle, işletme mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Gelir indirgeme yöntemi ise, bir işletmenin, işletme sahiplik hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eden bir yöntem olarak tanımlanmaktadır. En sık başvurulan iki yöntem, gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akımı analizi veya temettü yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Varlık esaslı yöntemin temeli, ikame prensibine dayanmakta olup, bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacağı prensibine dayanmaktadır.

4.6 İşletme Değerini Etkileyen Faktörler

İşletme değeri pek çok faktöre bağlı olarak değişmekle birlikte işletmelerin, genel ekonomik ve sektörel gelişmelerden hangi değişkenler nedeniyle etkileneceği bu bölümde kısaca ele alınmak istenmiştir. Buna göre, işletme değerini etkileyen faktörler; genel ekonomi ile ilgili, sektör ile ilgili ve işletmenin içsel dinamikleri ile ilgili faktörler olmak üzere üç ayrı başlık altında incelenecektir.

İşletmelerin değerini, faaliyette bulunduğu ülkedeki ekonomik veriler önemli ölçüde etkileyecektir. Buna göre, ekonominin genel iklimi ve ekonominin geleceği hakkında ülke halkı, yöneticileri ve akil kişilerinin beklentileri değerlemeyi etkileyebilecektir. Ülkenin genel ekonomik durumu; üretimi, tüketimi, yatırımları, dış ticareti, enflasyon oranlarını ve faiz oranları gibi genel göstergeleri doğrudan etkileyeceğinden o ülkede faaliyet gösteren işletmelerin; yabancı kaynak teminleri, sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilme yetenekleri, sermaye maliyetleri gibi her türlü değerleme değişkeninin büyük ölçüde değişmesine neden olacaktır. Diğer bir ifade ile işletmelerin içinde bulundukları havuzun kirliliği, işletmeyi değerlendirecek yatırımcıların işletmeyi görüş netliğini etkileyecek ve işletmenin değerinin değişmesine neden olacaktır.

İşletme değeri belirlenirken, işletmenin içinde bulunduğu sektörün durumu, sektörün geleceği ile ilgili beklentiler, sektörün genel özellikleri, satış ve tedarik özellikleri, sektörün gelişmişlik düzeyi, sektörün genel karlılık yapısı, sektördeki ürünlerin niteliği ve ürün hayat evresindeki yeri ve sektörün değişim hızı da göz

önünde bulundurulmalıdır. Bununla birlikte, sektörle ilgili olarak kamu otoritesi politikaları, kanunlar, rekabet düzeyi ve teknolojik gelişmeler de işletmelerin değerlerini olumlu yahut olumsuz etkileyen faktörler olarak sıralanabilmektedir.

İşletme değerlemesi yapılırken, işletmenin içsel faktörleri de ekonomi ve sektörle ile ilgili faktörler kadar etkili olacaktır. İşletmenin geleceği ile ilgili beklentiler, işletmeye özgü özellikler, satış ve tedarik politikaları, karlılık durumu, ürettiği ürünlerin niteliği, çeşitleri ve ürün hayat evresindeki yer, yönetici özellikleri, rekabet gücü, teknolojiyi kullanma düzeyi, maddi ve maddi olmayan duran varlıkları, işletmenin büyüklüğü, büyüme fırsatları, işletme riskliliği, işletmenin yaşı, temettü politikası, temsilcilik maliyetleri ve işletme hisse senelerinin getirilerinin dalgalanması işletme değerinin tespitinde önemli rol oynayacaklardır.

İKİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSI VE SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİNİN UYGULAMALI ANALİZİ

5 AMPİRİK UYGULAMA

Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların bileşimini ifade etmektedir. İşletme yöneticileri işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaç duydukları varlıklarını finanse ederken, alacakları finansman kararlarıyla bilançonun kaynak kısmını biçimlendirmekte; diğer bir ifadeyle, sermaye yapısını belirlemektedirler. Bilançonun varlıklar kısmında ise, vadesi gelen yükümlülüklerin karşılanması ve faaliyetlerin aksamadan sürdürülebilmesi için sermaye yapısının durumuna göre likit veya daha az likit varlıklar bulundurulmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları risk ve değer (kar) arasında bir denge kurmayı gerektirmektedir.

Önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere sermaye yapısını açıklayan teorilerin özel olarak vurguladıkları faktöre göre çok değişik sonuçlara ulaşılmaktadır. Ödünleşme teorisi (trade-off theory) vergilere, finansman hiyerarşisi teorisi (pecking order theory) bilgi asimetrisine, Modigliani ve Miller modeli etkin piyasalara ve son olarak temsilcilik teorisi (agency theory) ise temsilcilik maliyetlerine vurgu yapmaktadır (Myers, 2001). Daha açık bir ifade ile ödünleşme

teorisi, işletmelerin sermaye ilavesi yerine vergi tasarrufu etkisi nedeniyle yabancı kaynak ile finansman sağlama yoluna gitmesini; finansman hiyerarşisi teorisi ise işletmelerin öncelikle dağıtılmayan karlar ve aktiflerin satılması gibi iç kaynaklar ile finansman sağlanmasını önermektedir. Bununla birlikte temsilcilik teorisi, kaynağını işletmedeki çıkar grupları (stakeholders) arasındaki çatışmalarından almaktadır. İlk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada değinilen temsilcilik sorunu teorisine göre işletmeler, optimal sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak ve yeni hisse senedi ihraç edilmek suretiyle elde edilecek kaynağın temsilcilik maliyetlerini minimize eden noktayı bulmaya çalışmaktadırlar.

Sahiplik yapısı dar anlamda özkaynaklar ile açıklanmaktadır. Bununla birlikte geniş anlamda sahiplik yapısı kavramı; hisse senedi sahiplerinin niteliksel özelliklerini (aile işletmesi mi yoksa kurumsal yatırımcılar tarafından mı yönetiliyor olduğunu), hisse senedi sahiplerinin yönetimle olan ilişkisini ve hisse senedi sahiplerinin işletme kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıklarını birlikte değerlendirmektedir. Sahiplik yapısı türleri ise; aile işletmeleri, geniş tabanlı katılımcıların olduğu sahiplik yapısı, kurumsal yatırımcıların olduğu sahiplik yapısı, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği ve işçi sahipliği olarak karşımıza çıkmaktadır.

Performans kavramı, faaliyetlerin gerçekleşmesinden önce çeşitli yöntemlerle koyulan hedeflerin ne oranda ve nasıl gerçekleştiğinin analizi olarak ifade edilebilmektedir. Performans ölçümü ise, bir işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek için gerekli olan kaynakların ve elde edilen sonuçların, bilimsel ve sistematik olarak

analiz edilmesi ve raporlanması süreci olarak tanımlanmaktadır. Performans ve işletme değeri arasında çok yakın bir ilişki bulunmaktadır. Genellikle ölçülen performansı yüksek olan işletmelerin değerleri de yüksek olmaktadır. Bu çalışmada ikincil bir unsur olan sahiplik yapısı ve işletme performansı ilişkisi incelenirken işletmenin değerinde gerçekleşen değişimler performans ölçütü olarak ele alınacaktır.

5.1 Araştırmanın Konusu

Bu tez çalışmasında, işletmelerin çeşitlilik gösteren sahiplik yapılarının finansman kararlarını etkileyip etkilemediğinin araştırılması ve bu çeşitliliğin işletme değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığının tespiti amacıyla ampirik bir uygulama yapılmaktadır.

5.2 Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu tez çalışmasında, işletmelerin sahiplerinin çeşitliliği ve sayısı, halka açık olup olmayışı, aile işletmesi olup olmaması, yöneticilerin aynı zamanda işletmenin sahipleri arasında olup olmaması, işletmelerin bir grup işletme tarafından yönetiliyor olup olmaması gibi işletmenin sahiplik yapısını ilgilendiren koşulların, işletmenin finansman kararları ve işletme değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı ve yukarıda belirtilen unsurlardan etkilenip etkilenmediğinin ampirik bir model ile belirlenmesi amaçlanmaktadır.

5.3 Sahiplik ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki Üzerine Çalışmalar

Sermaye yapısı, pasif olarak şekillenmemekte, işletme yönetiminin büyüme stratejileri, kısa vadeli hedefleri, yatırımcı tercihleri, istekleri yanında; işletme yatırımlarının büyüklüğü ve niteliği ile belirlemektedir. Bu kapsamda işletmelerin yöneticilerini atayan ve onlara yatırım politikalarında yön veren hisse senedi sahiplerinin de sermaye yapısının oluşmasında etkili olacağı söylenebilmektedir. Bir işletmenin sahiplik yapısı içinde yabancı kurumsal bir ortağın bulunup bulunmadığı, işletmenin devlet kontrolünde bir işletme olup olmadığı, işletmenin aile işletmesi özelliği gösterip göstermediğine bağlı olarak işletmenin kaynak bileşimi şekillenecektir.

Brailsford ve diğerleri (2002) tarafından; finansman yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacı yapılan çalışma, Avustralya Borsası'nda yer alan işletmeleri kapsamaktadır. Bu çalışmada, sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler; sahiplik yapısı değişkenleri (en büyük beş hisse senedi sahibinin ayrı ayrı toplam sermayeye oranı ve yöneticilerin sahip oldukları hisse senetlerinin toplam sermayeye oranı), işletme risklilik düzeyi, temsilcilik maliyetleri, işletme varlıklarının özgüllüğü (maddi olmayan duran varlıklar) ve vergi oranı olarak belirlenmiştir. Brailsford ve diğerleri (2002)'e göre işletmelerin sermaye yoğunluğundaki artışa paralel olarak yabancı kaynak kullanım oranı da artmaktadır. Söz konusu çalışma sonuçlarında vurgulandığı üzere, artan sermaye yoğunluğuyla birlikte hisse senetlerinin büyük çoğunluğunu elinde bulunduran hisse senedi sahipleri, işletme yöneticilerini denetlemek için daha fazla gözetim çabası verecek ve

bu durum da işletmenin yöneticilerin çıkarları doğrultusunda yönetilmesi ihtimalini azaltacaktır. Daha açık bir ifade ile bir işletmenin hisse senetleri kurumsal bir yatırımcı elinde toplanmışsa, yöneticilerin denetim etkinliği sağlanacaktır. Bu sayede, yöneticiler işletme değerini arttırıcı yatırımları hayata geçirmek, net bugünkü değeri negatif olan yatırımlardan ise vazgeçmek durumunda kalacaklardır.

Driffield et al (2007) Uzakdoğu'da faaliyet gösteren işletmeleri inceledikleri çalışmada, "sahiplik yapısının işletme değeri ve sermaye yapısı üzerine olan etkisinin incelenmesiyle, özellikle makroekonomik krizlerin çıkış ve yayılış süreçlerinin anlaşılması sağlanmış olacaktır" demişlerdir. Uzakdoğu ülkelerinde 1990'ların sonunda meydana gelen kriz, bölgede faaliyet gösteren işletmelerin daha önce fazla sorgulanmamış olan kurumsal yönetim uygulamaları hakkında ciddi soru işaretleri ortaya çıkarmıştır. Bu bağlamda çalışmada, sahiplik yapısı, büyük hissedarların yönetimdeki baskın hâkimiyeti, oy hakkı ile işletme faaliyetlerine müdahaleler arasındaki ilişki ele alınmıştır. Driffield et al (2007) işletmelerin sermaye yapısının sahiplik yapısından etkilenip etkilenmediğini test ederken, sermaye yoğunluğu olarak ifade edilen bir değişken tanımlamışlardır. Bu değişken, en büyük beş hissedar arasında sahiplik yapısının ne oranda yoğunlaştığını yüzdesel olarak ölçmektedir. Araştırmacılar sermaye yapısını etkileyen bir diğer değişken olarak, sermaye payı içindeki en büyük ortağın nakit akışları üzerindeki kontrolünü oransal olarak tanımlamışlardır. Bu değişken, mülkiyet haklarının büyük ortak veya ortakların elinde yoğunlaştığı durumlarda borçlanmaya dayalı (sermaye yapısını borca ağırlık vererek değiştiren) bir büyüme modelini tercih ettikleri gözlemine dayanmaktadır. Çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri ise; işletme büyüklüğü, işletme yaşı,

yatırım ve büyüme olanakları, varlık çeşitlendirmesi olarak sıralanabilmektedir. Araştırma sonuçlarına göre, sahiplik yapısı yoğunluğu (sermaye yoğunluğu) arttıkça, yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı da artmaktadır. Dolayısı ile sahiplik yapısının dar olduğu durumlarda, büyük ortakların bunu korumak için borçlanmaya dayalı büyüme stratejisi benimsedikleri savı ampirik olarak doğrulanmıştır.

Cespedes et al (2010) tarafından yapılan çalışmada Latin Amerika ülkelerinin sermaye yapılarının belirleyicileri araştırılmış olup, işletme düzeyinde kullanılan ve sektördeki rekabet düzeyini gösteren Herfindahl endeksi sermaye yoğunluğunun hesaplanmasında kullanılmıştır. Bulunan sonuçlara göre, yüksek Herfindahl endeksi, diğer bir ifade ile yüksek sermaye yoğunluğu olan işletmelerin sermaye yapılarının yabancı kaynak ağırlıklı olarak finanse ettikleri tespit edilmiştir.

Margaritis ve Psillaki (2010) tarafından yapılan bir diğer çalışmada sermaye yapısının sahiplik yapısı ve işletme performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler veri zarflama analizi ile analiz edilmiş olup, sonuç olarak sermaye yoğunluğu arttıkça işletmelerin daha fazla yabancı kaynakla finansmanı tercih ettikleri bulunmuştur. Bununla birlikte, çalışma sonuçlarına göre sahiplik türünün sermaye yapısı üzerinde etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Bağımsız değişken olarak belirlenen sermaye yapısı değişkeni toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı olarak belirlenmiştir. Ayrıca karlılık, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, büyüme, birinci- ikinci- üçüncü büyük ortağın sermaye içindeki payı ve aile işletmesi ile kurumsal yatırımcı kukla değişkenleri modele bağımsız değişkenler olarak ilave edilmiştir.

King ve Santor (2008) tarafından aile işletmelerinin sermaye yapısı ve işletme performansı üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmada Kanada'da faaliyet gösteren işletmeler analiz edilmiş olup, çalışmada aile işletmelerinin diğer işletmelere göre daha fazla yabancı kaynakla finansmanı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmada bağımsız değişken olarak toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı kullanılmış olup, aile işletmesi değişkenleri finansal yatırımcı sahipliği değişkeni ile birlikte kukla değişken olarak modele dahil edilmiştir. Bununla birlikte kontrol değişkenleri olarak; büyüme, işletme yaşı, aktif büyüklüğü, karlılık gibi oranlar kullanılmıştır.

Mehran et al (1999) tarafından yapılan çalışmada yönetici (CEO) sahipliğinin işletmenin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Tahmin edileceği üzere CEO sahipliğinin matematiksel ifadesinin olmaması nedeniyle çalışmada Tobit regresyonu kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak toplam yabancı kaynakların, sermayenin piyasa değeri ve toplam yabancı kaynaklara oranı kullanılmıştır. Ayrıca yönetici sahipliği kukla değişkenini daha iyi açıklamak adına, faaliyet karının toplam varlıklara oranı, temettülerin özkaynaklara oranı, faaliyet karının toplam varlıklara oranının standart sapması, yabancı kaynakların tahmini piyasa değerinin toplam yükümlülüklerin tahmini piyasa değerine oranı, satışların doğal logaritması, piyasa değerinin defter değerine oranı ve vergi oranı kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre yönetici sahipliğinin sermaye yapısı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmakta olduğu, diğer bir ifade ile hisse senetleri içindeki yönetici payı arttıkça işletmelerin daha fazla yabancı kaynak

kullanacakları sonucuna ulaşılmıştır. Mehran et al (1999) bunun temel nedeninin yöneticinin işletme üzerindeki kontrol gücünün korumak istemesi olduğunu iddia etmektedir (Mehran et al, 1999).

Li et al (2009) tarafından Çin'de faaliyet gösteren işletmeler için yapılan çalışmada ise kamu sahipliği, yabancı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği kukla değişkenleri kullanılarak sermaye yapısının bu etkenlerden etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. Bu bağımsız değişkenlere ilave olarak işletme büyüklüğü, varlık özgünlüğü, varlıkların vadesi ve endüstri kukla değişkenleri kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Çalışma soncunda, sahiplik yapısının her durumda da sermaye yapısını belirlediği bulunmuş olup, kamu sahipliğindeki işletmelerin daha fazla yabancı kaynak kullandığı tersine yabancı yatırımcı sahipliğindeki işletmelerin daha az yabancı kaynak kullandığı tespit edilmiştir.

Pushner (1995) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliğinin işletmenin sermaye yapısı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu işletmelerin diğer işletmelere göre sermaye yapılarını daha az yabancı kaynak kullanarak finanse etmeyi tercih etmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak toplam yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı kullanılmış olup, kurumsal yatırımcı, yönetici ve yatırımcı işletme sahipliği oranının toplam sermayeye oranı ayrı ayrı test edilmiştir. Buna ilave olarak varlıkların özgünlüğü, karlılık, işletmenin büyüklüğü ve işletme riski kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir.

Bunlara ilave olarak Kester (1986) tarafından yapılan çalışmada, Japon ve Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren işletmelerin yabancı kaynakların çeşitli aktif büyüklüklerine oranları (aktiflerin defter değeri, aktiflerin piyasa değeri) karşılaştırılmış olup, sonuçlar çeşitli etkenlere göre değerlendirilmiştir. Buna göre, iki ülkenin borçluluk oranlarında görülen anlamlı farklılıkların bir sebebinin de sahiplik yapısı farklılıkları olduğu vurgulanmıştır (Kester, 1986).

Ayrıca Barton ve Sundaram (1989) tarafından yapılan çalışmada sermaye yapısının paydaşlar teorisi (hisse senedi sahipleri de bir paydaş olarak değerlendirilmiştir) kapsamında nasıl etkilendiği incelenmiştir. Araştırmada karlılık, işletmenin büyüklüğü, satışların büyümesi, varlıkların yapısı (stoklar ile maddi duran varlıkların toplamının toplam varlıklara bölünmesi ile bulunmuştur), işletmenin riski (faaliyet karının değişkenliği ile hesaplanmıştır), vergi etkisi ve paydaşların etkisi bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Paydaşların etkisi ise araştırma geliştirme giderlerinin toplam satışlara olan oranı ile ölçülmektedir. Araştırma sonuçlarına göre, sermaye yapısının paydaşlar tarafından oluşturulan işletme stratejilerinden doğrudan etkilendiği belirlenmiştir. Diğer bir ifade ile işletme paydaşlarının özelliklerinin işletmenin finansal kararları üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Chaganti ve Damanpour (1991) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliğinin sermaye yapısının oluşmasında etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada 40 ayrı sektörden olan 40 işletme ile anket yöntemiyle çeşitli bilgiler toplanmış ve değerlendirilmiştir.

Aşağıdaki tablolarda (Tablo 5.1) yukarıda belirtilen çalışmalarda kullanılan genel değişkenler ve bu değişkenlerin hesaplanış biçiminin özeti verilmektedir.

Tablo 5.1: Sahiplik ile Sermaye Yapısı Çalışmalarındaki Değişkenler

Çalışma	Sermaye Yapısı	Hissedar Etkisi	Karlılık	İşletmenin Büyüklüğü	Büyüme	Varlıkların Yapısı	İşletmenin Riski
Brailsford et al (2002)	Yabancı Kaynakların Defter Değerinin Özkaynakların Piyasa Değerine Oranı	En Büyük Beş Hisse Senedi Sahibinin Toplam Sermayeye Oranı ve Yöneticilerin Sahip Oldukları Hisse Senetlerinin Toplam Sermayeye Oranı	Faaliyet Karının Toplam Varlıklara Oranı	Varlıkların Doğal Logaritması	Aktiflerin Yıllık Değişimi	Maddi Olmayan Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	Faaliyet Karının Değişkenliği
Driffield et al (2007)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	En Büyük Beş Hisse Senedi Sahibinin Toplam Sermayeye Oranı ve Sermaye Payı İçindeki En Büyük Ortağın Nakit Akışları Üzerindeki Kontrol Payı	-	Toplam Satışların Doğal Logaritması	Satışların Yıllık Değişimi ve Sermaye Harcamalarının Toplam Varlıklara Oranı	-	-

Çalışma	Sermaye Yapısı	Hissedar Etkisi	Karlılık	İşletmenin Büyüklüğü	Büyüme	Varlıkların Yapısı	İşletmenin Riski
Barton ve Sundaram (1989)	Özkaynakların Defter Değerinin Yatırılan Sermayeye Oranı ve Özkaynakların Piyasa Değerinin Yatırılan Sermayeye Oranı	-	Faaliyet Karı	Toplam Satışların Doğal Logaritması	Satışların Yıllık Değişimi	Stoklar İle Maddi Duran Varlıkların Toplamının Toplam Varlıklara Oranı	Faaliyet Karının Değişkenliği
Mehran et al (1999)	Yabancı Kaynakların Tahmini Piyasa Değerinin Toplam Yükümlülüklerin Tahmini Piyasa Değerine Oranı	Temettülerin Özkaynaklara Oranı	Faaliyet Karının Toplam Varlıklara Oranı	Satışların Doğal Logaritması	Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı	-	Faaliyet Karının Toplam Varlıklara Oranının Standart Sapması
Margaritis ve Psillaki (2010)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Birinci - İkinci - Üçüncü Büyük Ortağın Varlığının Kukla Değişkeni	Faaliyet Karının Toplam Varlıklara Oranı	-	Satışların Yıllık Değişimi	Maddi Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	-

Çalışma	Sermaye Yapısı	Hissedar Etkisi	Karlılık	İşletmenin Büyüklüğü	Büyüme	Varlıkların Yapısı	İşletmenin Riski
King ve Santor (2008)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Aile İşletmesi İle Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Kukla Değişkeni	Varlıkların Getiri Oranı	Varlıkların Doğal Logaritması	Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı ve Satışların Büyümesi	-	-
Li et al (2009)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Kamu Sahipliği ve Yabancı Yatırımcı Sahipliği Kukla Değişkeni	-	Toplam Satışların Doğal Logaritması	-	Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	-
Pushner (1995)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Yatırımcı İşletme Sahipliği, Yönetici Sahipliği ve Kurumsal Yatırımcı Sahipliğinin Ayrı Ayrı Toplam Sermayeye Oranı	Net Satışların Toplam Satışlara Oranı	Toplam Satışların Doğal Logaritması	-	Maddi Olmayan Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	Genel Yönetim Giderlerinin Satışların Maliyetine Oranı
Cespedes et al (2010)	Toplam Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı	Sermaye Yoğunlu Endeksi (Herfindahl Endeks)	Faaliyet Karının Toplam Varlıklara Oranı	Toplam Satışların Doğal Logaritması	Sermaye Harcamalarının Toplam Varlıklara Oranı	Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	-

Bununla birlikte, söz konusu çalışmalarda kullanılan daha özel değişkenler ve bu değişkenlerin hesaplanışı aşağıda verilmektedir.

Tablo 5.2: Sahiplik ile Sermaye Yapısı Çalışmalarındaki Diğer Değişkenler

Çalışma	Vergi Etkisi	Paydaşların Etkisi	İşletmenin Yaşı	Varlıkların Likiditesi / Vadesi	Nakit Akışı	Amortismanlar	Temettü
Brailsford et al (2002)	-	-	-	-	İşletmeye Yönelik Serbest Nakit Akışları	Yıllık Amortismanların Toplam Aktife Oranı	Yıllık Temettü Oranı
Driffield et al (2007)	-	-	İşletmenin Yaşı	-	-	-	-
Barton ve Sundaram (1989)	Faiz ve Vergi Öncesi Karın Toplam Aktife Oranı	Araştırma Geliştirme Giderlerinin Toplam Satışlara Oranı	-	-	-	-	-
Mehran et al (1999)	Vergi Oranı	-	-	-	-	-	-
King ve Santor (2008)	-	-	İşletmenin Yaşı	Hazır Değerlerin Aktife Oranı	-	-	-
Li et al (2009)	-	-	-	Çalışmada Özel Olarak Kullanılan Bir Formül	-	-	-
Cespedes et al (2010)	Vergi Oranı	-	-	-	-	-	-

Çalışmalar ile ulaşılan sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 5.3: Çalışmalarda Ulaşılan Sonuçların Özeti

Çalışma	Sahiplik Yapısının Kaldıraç Oranı ile İlişkisi
Brailsford et al (2002)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı artar.
Driffield et al (2007)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı artar.
Cespedes et al (2010)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı artar.
Margaritis ve Psillaki (2010)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı artar.
King ve Santor (2008)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı artar.
Mehran et al (1999)	Sermaye yoğunluğu ile kaldıraç oranı ilişkisizdir.
Li et al (2009)	Sermaye yoğunluğu arttıkça kaldıraç oranı azalır.

5.4 Sahiplik Yapısı ile Performansı Arasındaki İlişki Üzerine Çalışmalar

Sermaye sahiplik yapısının işletmelerin performanslarını nasıl etkilediğine ilişkin olarak literatürde pek çok çalışma yapılmıştır. Bununla birlikte, söz konusu çalışmaların sonucuna göre sermaye sahipliği ile işletme performansı arasındaki ilişki anlamlı olabileceği gibi anlamsız da olabilmektedir. Söz konusu çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Sermaye sahipliği yapısı ile işletmenin performansı arasında bir ilişkinin varlığı ilk olarak, Berle ve Means (1932) tarafından yapılan çalışmada ele alınmıştır.

Berle ve Means (1932) sahiplik ile kontrol ayrımının sonuçlarını araştırmışlardır. Araştırmacılar artan hisse senedi sahibi sayısının, yöneticiler ile hisse senedi sahiplerini birbirinden ayıracağını ve bu durumun da işletmelerin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi sonucunu doğuracağını vurgulamaktadırlar. Berle ve Means (1932)'e göre, hisse senedi sahipleri sayısının fazla olduğu durumda profesyonel yöneticiler hisse senedi sahiplerine hesap vermek zorunluluğundan kurtulacakları için değer arttırıcı projeleri önemsemeyeceklerdir.

Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada da Berle ve Means (1932) tarafından yapılan çalışmaya paralel olarak, işletme sahipleri ile işletme yönetiminin birbirinden farklı olması durumunun temsilcilik sorununa neden olacağı ve bu nedenle işletmenin temsilcilik maliyetlerine maruz kalacağı belirtilmiştir. Bununla birlikte, söz konusu maliyetlerin işletmenin performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağını, temsilcilik maliyetlerinin sadece işletme değeri üzerinde etkili olacağını düşünmüşlerdir. Ayrıca Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada, işletmenin hisse senedi sahiplerinin bir kısmı işletmede yönetici olarak görev almışlarsa, hisse senetleri sahipleri kendi faydalarını en çoklaştırmak adına işletme değerini etkileyebilmektedirler.

Fama ve Jensen (1983)'e göre, profesyonel yönetime ihtiyaç duyan işletmelerin, yönetim ve sahiplik yapısını birbirinden ayırmasında fayda bulunmaktadır. Buna göre, yönetim ve sahiplik yapısının birbirinden ayrılması durumunda temsilcilik maliyetleri azaltmakta, azalan temsilcilik maliyetleri ise işletmenin performansını arttırmaktadır. Bunun tersine, yukarıda bahsedilen

profesyonelleşmeye ihtiyaç duymayan işletmelerde, yönetim ile sahiplik yapısının birbirinden ayrı düşünülmesine gerek bulunmaktadır.

Demsetz ve Lehn (1985) tarafından yapılan çalışmada, işletmelerin sahiplik yapılarının çeşitliliklerinin işletme değeri üzerinde sistematik bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile yazarlara göre sermaye yapısı ile işletme performansı arasında dolaylı bir ilişki bulunmaktadır. Çalışmada ABD'de faaliyet gösteren 511 işletmenin sahiplik yapıları incelenmiş olup, kurulan modele; işletmenin büyüklüğü, karlılık oranının devamlılığı, işletmenin kurumsal bir yatırımcı tarafından yönetilip yönetilmemesi gibi değişkenler kullanılmıştır.

Morck et al (1988)'a göre, sahiplik yapısı ile işletme değeri dolayısıyla işletme performansı arasında anlamlı ve tek düze olmayan bir ilişki bulunmaktadır. Morck et al (1988) tarafından yapılan ve Fortune 500 içinde yer alan 371 işletmenin olduğu çalışmada işletmenin performans göstergesi olarak Tobin'in Q değeri kullanılmıştır. Çalışmada yöneticilerin işletme sermayesi içindeki pay oranı arttıkça işletme performansının bu durumdan önce olumlu etkileneceği ardından olumsuz etkileneceği, belirli bir düzeyden sonra ise yine işletme performansını olumlu etkileyeceği ifade edilmiştir (Morck et al,1988). Bununla birlikte, kuruluşları üzerinden görece daha çok zaman geçmiş işletmelerin performansları ise, bir aile işletmesine dönüşmesinden çok yöneticilerin eline geçmesinden daha olumsuz etkileneceği belirlenmiştir.

Bununla birlikte literatürde, Changati ve Damanpour (1991), Hermalin ve Weisbach (1991), Craswell et al (1997), Mudambi et al (1998), Oswald ve Jahera (1991), Lichtenberg ve Pushner (1992), Pagano et al (1998), Griffith (1999), Yurtoğlu (2000), Özer ve Yamak (2001), Gürsoy ve Aydoğan (2002), Yurtoğlu (2003), Chen et al (2005), Wang (2005), Kim (2006), Kirchmaier et al (2006), Berger ve Patti (2006), Iannotta et al (2007), Chang ve Shin (2007), Gönenç ve Hermes (2008),Yuan et al (2008), Hu ve Zhou (2008), Elyasiani ve Jia (2008), Brockman ve Yan (2009), Margaritis ve Psillaki (2010), Elyasiani ve Jia (2010) ve Bostancı ve Kılıç (2011) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır.

Bu tez çalışmasında esas vurgulanan nokta sermaye yapısının sahiplik yapısından ne yönde etkilendiğinin araştırılması olduğundan ve sermaye yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişki pek çok tezin ve araştırmanın zaten konusu olmasından ötürü bu bölümde sadece literatürdeki önemli çalışmalardan bahsedilmiş, diğer çalışmaların ise isminin verilmesi ile yetinilmiştir.

5.5 Araştırmada Kullanılan Veri Seti ve Sınırlılıklar

Önceden de belirtildiği üzere, bu çalışmanın temel amacı, sahiplik yapılarındaki farklılıkların işletmelerin sermaye yapısı tercihleri üzerindeki etkisini saptamaktır. Diğer bir ifade ile, işletmelerin sahiplik durumunun ve sahiplik yapılarının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin ortaya konulması amaçlanmıştır.

Araştırma, 1998–2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören ve uygun verisi sağlanabilen 177 imalat işletmesini (Ek:16) kapsamaktadır. Çalışmada söz konusu yılların kullanılmasının temel nedeni sahiplik yapısı değişkenlerinin (halka açıklık oranı, birinci büyük ortak, ikinci büyük ortak) verilerinin sadece ilgili dönemler için ulaşılabilir olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca çalışmaya sadece imalat işletmelerinin dahil edilmesiyle, çalışmada kullanılacak olan mali tablo verilerinde tek düzeliğin sağlanması amaçlanmaktadır.

Araştırmada kullanılan veri seti İMKB, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Merkezi Kayıt Kuruluşu internet sitelerinden derlenmiş olup, ampirik modelinin geliştirilmesi çerçevesinde, modelde kullanılan değişkenler derinleştirilmiş bir literatür taraması yoluyla incelenmiştir. Söz konusu literatür taraması yukarıda bahsedilen araştırmaları içermekte olup, bu çalışmada kullanılan değişkenler bu araştırmalardan esinlenerek belirlenmiştir. Diğer bir ifade ile çalışmada kullanılan değişkenler sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkilerin araştırıldığı literatür çalışmalarından derlenmekle birlikte, genellikle tüm çalışmalarda ortak olarak kullanılan değişkenleri içermektedir. Bu sayede özel bir amaç için kullanılmış değişkenler yerine genel kabul görmüş değişkenlerin modele dahil edilmesi sağlanmaktadır.

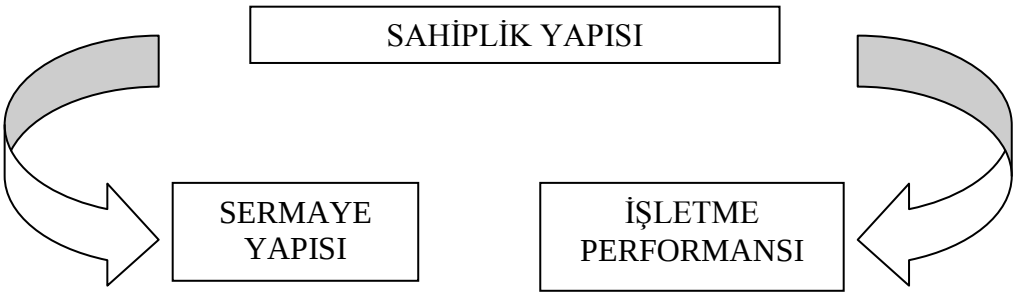
Ayrıca çalışmada verileri kullanılan işletmelerin ülkemizdeki ve İMKB'de işlem gören tüm işletmelerin olmadığı da dikkate alınmalıdır. Buna ilave olarak verileri kullanılan işletmelerin de sadece 1998-2009 yılları arasındaki verileri

kullanılmış olmak durumundadır. Bunun temel nedeni sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin veri kısıtından kaynaklanmaktadır.

5.6 Araştırma Modeli ve Hipotezler

Araştırmanın amacı ve kapsamı doğrultusunda aşağıdaki model oluşturulmuş olup, sermaye yapısı, sahiplik yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişki araştırılmaya çalışılmıştır.

Araştırma Modeli



Araştırmaya ilişkin test edilecek temel hipotezler aşağıda verilmektedir. Bu temel hipotezlerle birlikte ilerleyen bölümlerde yapılacak güvenilirlik analizleri sonucunda bazı alt hipotezler de belirlenecektir.

Hipotez	Açıklama
H_1	Sahiplik yapısı, finansman kararlarını etkilemektedir.
H_2	Sahiplik yapısı, işletme değerini etkilemektedir.

5.7 Değişkenler ve Araştırma Yöntemi

Bu bölümde öncelikle kurulacak olan modellerde kullanılan değişkenlerin tanımları yapılmış, nasıl hesaplandığı üzerinde durulmuş ve değişkenler hakkında tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Sonraki bölümde ise modelde kullanılmadan önce tüm değişkenler birim kök testine tabi tutulmuştur. Son olarak kurulacak olan modellerin denklemleri verilmiştir.

5.7.1 Değişkenler ve Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmanın temel değişkenlerinden olan sermaye yapısını ölçmek için literatürde farklı ölçüler kullanılabilmektedir. Bunlardan en sık karşılaşılanı, yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranıdır. Önceki bölümlerde de belirtildiği üzere; Pushner (1995), Driffield et al (2007), King ve Santor (2008), Li et al (2009), Margaritis ve Psillaki (2010) ve Cespedes et al (2010) tarafından sermaye yapısı ile sahiplik yapılarının ilişkilerinin araştırıldığı çalışmalarda yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı sermaye yapısı faktörünü temsil etmek için kullanılmıştır. Literatürde ayrıca; Brailsford et al (2002) tarafından yapılan çalışmada yabancı kaynakların defter değerinin özkaynakların piyasa değerine oranı, Barton ve Sundaram (1989) tarafından yapılan çalışmada özkaynakların defter değerinin yatırılan sermayeye oranı ve özkaynakların piyasa değerinin yatırılan sermayeye oranı ve son olarak Mehran et al (1999) yabancı kaynakların tahmini piyasa

değerinin toplam yükümlülüklerin tahmini piyasa değerine oranı da sermaye yapısını temsil etmek amacıyla kullanılmıştır. Bu ölçülerin finansal olarak birbirinden önemli bir farkı bulunmamakta olup, bu çalışmada sermaye yapısını temsil eden oran; yabancı kaynakların toplamının toplam kaynaklara oranı olarak kabul edilmiştir.

Ampirik çalışmalarda, sahiplik yapısı ölçülürken işletmelerin aile işletmesi olup olmadığı, işletmenin sahipleri arasında kurumsal bir yatırımcının olup olmadığı veya büyük ortakların hisse payları göz önüne alınmaktadır (Thomsen et al, 2000; Anderson et al, 2003, Brailsford et al, 2002; King ve Santor 2008; Li et al, 2009 ve Pushner, 1995). Türkiye'deki işletmeler göz önüne alındığında aile işletmelerinin ağırlığı bilinmekle birlikte, bu unsuru matematiksel bir modelde tanımlamanın güç olması nedeniyle çalışmaya doğrudan dâhil edilememiştir. Literatürde aile işletmelerinin, kurumsal yatırımcı sahipliğinin ve yönetici sahipliğinin etkisi kukla değişkenler olarak kurulan modellere dahil edilmiş olmakla birlikte, ülkemiz açısından söz konusu ayrımın yapılmasında tam ve objektif bir değerlendirme yapmanın güçlüğü göz önünde bulundurularak bahse konu değişkenler modele dahil edilmemiştir.

Bununla birlikte, sahiplik yapısının önemli bir göstergesi olan sermaye payı yüksek olan ortakların işletmenin sahiplik yapısı içinde sahip oldukları pay, bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Çalışmada kullanılan veri setindeki birçok işletme için ulaşılabilen tek veri sermaye payı en büyük birinci ve sermaye payı en büyük ikinci ortağın ortaklık payları olmuştur. Bu iki değişkenin kullanımı ile aile işletmelerin dolaylı da olsa modele dahil edildiği düşünülmektedir. Literatürde,

Brailsford et al (2002) ve Driffield et al (2007) tarafından yapılan çalışmalarda en büyük beş hisse senedi sahibinin sahip oldukları hisse senetlerinin toplam sermayeye oranı modelde kullanılan ve sahiplik yapısını açıklayan değişkenler olmuştur.

Büyük ortakların paylarının yanı sıra, modelde sahiplik yapısını ölçmek için kullandığımız başlıca değişken, İMKB'de işlem gören işletmelerin halka açıklık oranıdır. Halka açıklık oranının modelde kullanılmasıyla işletmenin sermayesinin yoğunluğu da modele dahil edilmiş olmaktadır. Buna göre, halka açıklık oranları yüksek olan işletmelerin sermaye yoğunlukları düşük, halka açıklık oranları düşük olan işletmelerin sermaye yoğunlukları da yüksek olmaktadır. Bununla birlikte, Brailsford et al (2002) ve Pushner (1995) tarafından yapılan çalışmalarda ayrı ayrı olmak üzere başka bir işletme tarafında hisse senedi sahipliği, yönetici sahipliği ile kurumsal yatırımcı sahipliğinin toplam sermayeye oranları da çalışmalarda kurulan modellere sahiplik yapısını açıklamak adına temel değişkenler olarak ilave edilmiştir.

Literatürde işletme performansı pek çok farklı yöntem ile ölçülebilmektedir. Bununla birlikte, bu çalışmada sahiplik yapısının sermaye yapısını etkileyeceği ve bu durumun da sermaye maliyetinin değişmesine ve işletme değerinin etkilenmesine neden olacağı göz önünde bulundurulmuştur. Yapılan esas analizi (sahiplik yapısının sermaye yapısını etkileyeceği) destekleyici ikinci bir analiz yapabilmek adına işletmenin performans ölçütü olarak işletmenin piyasa değeri alınmıştır. Diğer bir ifade ile işletmenin performansının sahiplik yapısından etkilenip etkilenmediğinin bulunması esas olarak sahiplik yapısının sermaye yapısını etkileyip etkilemediğinin modellenmesine yardımcı olması için yapılacaktır. Sahiplik yapısında gerçekleşecek

bir değişiminin işletme değerini ne yönde etkilediği de analiz edilerek çalışmanın ana hipotezi güçlendirilmek istenmektedir. Başka bir deyişle, işletme performansının sahiplik yapısından nasıl etkilendiği daha önce pek çok çalışmada ele alındığından ve bu çalışmanın temel araştırma konusunu oluşturmadığından, bu tez çalışmasında performansın sermaye maliyeti ile ilişkisini yüksek olarak kurabilecek olan işletmenin piyasa değeri performans değişkeni olarak kullanılacaktır.

Bağımlı değişken üzerinde sayısal etkisi olduğu düşünülen işletme büyüklüğü, işletmenin büyümesi, karlılık ve varlıkların özgüllüğü (intangible assets) kontrol değişkenleri de modele dâhil edilerek modelin açıklayıcılık gücü arttırılmaya çalışılmıştır. Bu faktörlerin kontrol değişkenleri olarak modele katılması ve birincil önemdeki bağımsız değişkenler olan; halka açıklık oranı ve ortaklık paylarının, bağımlı değişkene olan etkisinin daha doğru olarak ortaya konulması amacına hizmet edecektir.

Öncelikle sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere literatürde teorik olarak belirtilen tüm değişkenleri içeren bir model kurulmuştur. Benzer şekilde, sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere literatürde teorik olarak belirtilen tüm değişkenleri içeren bir model kurulmuştur. Ardından ortaya çıkan otokorelasyon sorunu yapılan düzeltmelerle modelin katsayıları yeniden düzenlenmiştir. Son olarak yapılan Hausman testi ile sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinin uygunluğu karşılaştırılmıştır.

Modellerde kullanılan (bağımlı ve bağımsız) tüm değişkenler ve değişkenlerin hesaplanış şekli aşağıdaki tabloda (Tablo 5.4) özetlenmektedir:

Tablo 5.4: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Açıklamaları

Değişkenler	Terimler	Hesaplanma Şekli
Sermaye Yapısı	BORC	Yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı
İşletme Performansı	PIYDEGLN	Hisse senetlerinin piyasa değerinin doğal logaritması
Sahiplik Yapısı Etkisi	HALKDEG	İşletmenin halka açıklık oranındaki yıllık değişim
Ortakların Durumu	BUYUK1	Sermaye payı en büyük olan ortağın sermaye payının toplam sermayeye oranı
Ortakların Durumu	BUYUK2	Sermaye payı ikinci büyük olan ortağın sermaye payının toplam sermayeye oranı
İşletmenin Karlılığı	KAR	Net karın toplam varlıklara oranı
İşletmenin Büyüklüğü	AKTIFLN	Toplam aktiflerin doğal logaritması
Varlık Özgünlüğü	MODV	Maddi olmayan duran varlıkların toplam varlıklara oranı

Modelde kullanılan değişkenler için hesaplanmış tanımlayıcı istatistikler ve değişkenlerin korelasyon matrisi aşağıda (Tablo 5.5 ve Tablo 5.6) verilmektedir.

Tablo 5.5: Tanımlayıcı İstatistikler

	BORC	BUYUK1	BUYUK2	HALKDEG	KAR	MODV	PIYDEGLN	AKTIFLN
Ortalama	0,43	54,46	27,33	0,11	0,05	0,51	11,16	18,65
Ortanca	0,40	51,95	26,90	0,00	0,04	0,51	11,00	18,58
Maksimum	1,00	97,53	83,55	20,33	1,06	3,08	15,98	23,20
Minimum	0,00	0,19	0,06	-0,93	-2,88	0,00	6,98	12,61
Standart Sapma	0,23	18,72	11,99	0,82	0,18	0,22	1,59	1,47
Skewness	0,33	0,17	0,20	18,34	-6,09	1,53	0,44	0,24
Kurtosis	2,29	2,49	3,14	40,24	7,02	19,64	2,83	3,75
Jarque-Bera	42,85	17,37	8,14	21,20	33,17	13,38	37,00	36,39
Olasılık	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gözlem	1107	1107	1107	1107	1107	1107	1107	1107

Tablo 5.6: Korelasyon Matrisi

	BORC	BUYUK1	BUYUK2	HALKDEG	KAR	MODV	PIYDEGLN	AKTIFLN
BORC	1,000	0,082	-0,067	-0,044	-0,175	-0,243	-0,173	0,009
BUYUK1	0,082	1,000	-0,244	0,021	0,001	-0,084	0,052	-0,001
BUYUK2	-0,067	-0,244	1,000	-0,002	0,058	0,060	0,046	0,091
HALKDEG	-0,044	0,021	-0,002	1,000	0,007	0,017	0,036	0,010
KAR	-0,175	0,001	0,058	0,007	1,000	-0,027	0,154	0,082
MODV	-0,243	-0,084	0,060	0,017	-0,027	1,000	0,059	0,032
PIYDEGLN	-0,173	0,052	0,046	0,036	0,154	0,059	1,000	0,802
AKTIFLN	0,009	-0,001	0,091	0,010	0,082	0,032	0,802	1,000

Yukarıdaki ilk tablodan (Tablo 5.5) da görüleceği üzere toplam 1107 gözlem birlikte değerlendirildiğinde ülkemizdeki işletmelerin (ortalama 0,43 ile) sermaye yapılarını genellikle özkaynak ağırlıklı olarak oluşturdukları ve birinci ve ikinci büyük paya sahip ortakların toplam sermaye içindeki oranının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle ile ülkemizdeki işletmelerin genellikle aile sahipliğinde oldukları görüşü sonuçlar ile desteklenmektedir. Ayrıca korelasyon matrisi tablosu (Tablo 5.6) incelendiğinde modelde birlikte kullanılan değişkenler arasında (piyasa değeri ile varlık toplamı arasındaki ilişki hariç olmak üzere) önemli düzeyde bir ilişkinin varlığına rastlanılmadığı tespit edilmiştir.

5.7.2 Birim Kök Testleri

Panel veriler; ülkeler, işletmeler, hane halkları gibi yatay kesit (cross-section) gözlemlerinin aynı ve belli bir zaman dilimi içinde bir araya getirilmesiyle elde edilmektedir. Panel veriler ile daha fazla gözlem elde edilmekte ve yatay kesit değişkenlerinden kaynaklanan heterojenlikler ile verilerin açıklayıcılık gücü arttırılmaktadır. Panel veriler ile birlikte değişkenler arasında daha az çoklu bağlantı (multicollinearity) sorunu oluşmakta ve son olarak kısa zaman serisi veya yetersiz kesit gözleminin var olduğu durumlarda dahi ekonometrik analiz yapılmasına imkan vermektedir (Balestra, 1992; Nerlove ve Balestra, 1992; Baltagi, 1995 ve Gujarati, 2003).

Bununla birlikte, yatay kesit gözlemlerin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilerek oluşturulan panel veriler, beraberinde zaman serisi özelliklerini ve sorunlarını da getirebilmektedir. Kullanılan verilerde birim kökün varlığı tespit edilirse, düzmece regresyon sorunu panel veri analizinde de ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile model sonuçlarının yanıltıcı olmamasını temin etmek için öncelikle verilerin durağan olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Verilerin durağan olduğunu tespit etmek için birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir.

Ekonometri literatüründe panel veri setlerinde kullanılmak üzere geliştirilmiş birden fazla birim kök test yöntemi bulunmaktadır. Ancak bu testlerden önemli bir kısmı yalnızca dengeli veri setlerinde kullanılabilmektedir. Panel birim kök testleri de tek bir seri için uygulanan birim kök testlerine benzemektedirler. Yatay kesitler veya seriler arasında AR süreci üzerinde sınırlama olup olmamasına bağlı olarak söz konusu testler sınıflandırılabilmektedir. Bu testler MADF testi (Sarno ve Taylor, 1998), LLC testi (Levin, Lin ve Chu, 1992, 1993, 2002), IPS testi (Im et al, 1997, 2003) ve Hadri LM test (Hadri, 2000) olarak sıralanabilmektedir. Bunlara ilave olarak Quah (1994), Maddala ve Wu (1999), Choi (1999, 2001), Kao (1999), Harris ve Tzavalis (1999), Breitung (2000) ve Harris ve Sollis (2003) gibi çeşitli panel birim kök testleri de önerilmektedir. Söz konusu testler arasında özellikle Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002), Breitung (2000), Maddala ve Wu (1999), Choi (1999), Hadri (2000) ve Im, Pesaran ve Shin (IPS) (2003) panel birim kök testleri ampirik uygulamalı çalışmalarda sıklıkla kullanılmakla birlikte gerçekçi olmayan bir takım kısıtlara dayalı olduğundan bazı araştırmacılar IPS testini daha uygulanabilir bulmaktadırlar (Maddala ve Wu, 1999).

Bu çalışmada kurulan modelde kullanılan veri seti İMKB'de işlem gören işletmeler arasından seçildiğinden ve yıllar boyunca devamlı olarak İMKB'ye yeni işletmeler eklendiğinden ve çeşitli nedenlerle çıkışlar olduğundan veri setinde eksik veriler bulunmakta ve veri setinin tamamıyla dengeli olması çalışmanın genel yapısına uygun olmamaktadır. Bu nedenlerle, yukarıda bahsi geçen birim kök testleri kullanılamamıştır. Bununla birlikte, Maddala ve Wu (1999) dengeli olmayan panel veri çalışmalarında LLC testi ve Fisher testinin kullanılmasını önermişlerdir. Buna göre, modelde kullanılan veriler Augmented Dickey-Fuller metodolojisi baz alınarak Fisher birim kök testine ve LLC testi tabi tutulmuş ve bunun sonucunda hiçbir değişkende "durağan olmama" durumuna rastlanmamıştır. Bununla birlikte, tüm testlere ilişkin sonuçlar aşağıdaki tabloda (Tablo 5.7) raporlanmaktadır.

Tablo 5.7: Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	LLC Testi		PP Fisher Testi	
	t testi	Olasılık (p)	Chi^2 testi	Olasılık (p)
BORC	-13,9779	0,0000	449,658	0,0001
PIYDEGLN	-2294,07	0,0000	845,164	0,0000
HALKDEG	-297,277	0,0000	1152,13	0,0000
BUYUK1	-41,4275	0,0000	233,633	0,0059
BUYUK2	-332,571	0,0000	248,391	0,0028
KAR	-9,37285	0,0000	687,368	0,0000
AKTIFLN	-38,5364	0,0000	1340,66	0,0000
MODV	-6,70808	0,0000	422,208	0,0025

***** Değişken bazında birim kök testi sonuçları Ek:1'de verilmektedir.

Yukarıdaki tablo (Tablo 5.7) birim kök testi sonuçlarını göstermekte olup, test sonuçları verilerin durağan olduğunu teyit etmektedir. Diğer bir ifade ile değişkenlerin birim köklerinin olduğunu savunan boş hipotez 0,01 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak reddedilmek durumundadır.

5.7.3 Araştırma Yönetimi

Araştırmada kullanılan veriler 177 işletmenin 11 yıllık verisini içerdiğinden ötürü panel veri özelliği göstermektedir. Panel verilerin kullanıldığı regresyon modellerinde sabit terim için sabit ve rassal etki olmak üzere iki ayrı etki belirtilmektedir. Sabit etkiler, regresyon denkleminde belirtilen α_{it} teriminin, bütün yatay kesitler için tüm zaman serileri boyunca sabit kabul edildiği durumu ifade ederken rassal etkiler ise, α_i ve α_t terimlerinin değerinin εit istatiksel hata terimi gibi, pek çok bireysel faktör tarafından etkileneceğini bu nedenle her çapraz kesit için farklı olduğu durumu ifade etmektedir (Greene, 2003: 615). Ayrıca denklemdeki ε_{it} ise istatiksel hata terimini ifade etmektedir. Bu çalışmada, öncelikle sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birlikte kullanılmış ardından hangi etkinin daha doğru sonucu verdiğinin testi yapılmıştır (Hsiao, 2003).

Çalışmada regresyon denklemlerinin tahmini, STATA programının 10. sürümü ve Eviews programının 7. sürümü ayrı ayrı kullanılarak karşılıklı test edilmesi ile gerçekleştirilmiştir. Panel veri tahminlerinde sıklıkla kullanılan sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri ayrı ayrı kullanılmıştır. Buna göre kurulan modeller (4 ayrı denklem) aşağıda (Tablo 5.8) ifade edilmektedir:

Tablo 5.8: Araştırmada Kullanılan Denklemler

Sahiplik Yapısı - Sermaye Yapısı	
Sabit Etkiler	$BORC_{it} = \beta_1 HALKDEG_{it} + \beta_2 BUYUK1_{it} + \beta_3 BUYUK2_{it} + \beta_4 KAR_{it} + \beta_5 MODV_{it} + \beta_6 AKTIFLN_{it} + \alpha_{it+} \varepsilon_{it}$
Rassal Etkiler	$BORC_{it} = \beta_1 HALKDEG_{it} + \beta_2 BUYUK1_{it} + \beta_3 BUYUK2_{it} + \beta_4 KAR_{it} + \beta_5 MODV_{it} + \beta_6 AKTIFLN_{it} + \alpha_{i+} + \alpha_t + \varepsilon_{it}$

Sahiplik Yapısı - İşletme Değeri	
Sabit Etkiler	$PIYDEG_{it} = \beta_1 HALKDEG_{it} + \beta_2 BUYUK1_{it} + \beta_3 BUYUK2_{it} + \beta_4 KAR_{it} + \beta_5 MODV_{it} + \beta_6 AKTIFLN_{it} + \alpha_{it+} \varepsilon_{it}$
Rassal Etkiler	$PIYDEG_{it} = \beta_1 HALKDEG_{it} + \beta_2 BUYUK1_{it} + \beta_3 BUYUK2_{it} + \beta_4 KAR_{it} + \beta_5 MODV_{it} + \beta_6 AKTIFLN_{it} + \alpha_{i+} + \alpha_t + \varepsilon_{it}$

5.8 Ampirik Sonuçlar

5.8.1 Sahiplik Yapısı - Sermaye Yapısı Modeli Sonucu

Aşağıda literatür bölümünde bahsedilen çalışmalarda kullanılan ve bu tez çalışmasının amacına hizmet eden tüm değişkenler bir modele toplanmış ve sonuçları alınmıştır. Bu bölümde verilen tablolar sonuçların özeti olup, çalışmanın ekinde (Ek: 2 ve 3) bu bölümdeki sonuçların detaylı çıktısı verilmektedir.

Tablo 5.9: Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı: İlk Model

Bağımlı Değişken	Sabit Etkiler Modeli		Rassal Etkiler Modeli	
BORC	**t testi**	**Olasılık (p)**	**t testi**	**Olasılık (p)**
BUYUK1	2,1480	0,0320	1,9331	0,0535
BUYUK2	0,9570	0,3388	0,8396	0,4013
HALKDEG	-6,0733	0,0000	-5,7505	0,0000
KAR	-5,7738	0,0000	-5,3370	0,0000
MODV	-1,5605	0,1190	-1,7150	0,0866
AKTIFLN	-5,6505	0,0000	-6,2509	0,0000
C	8,4835	0,0000	9,2642	0,0000
R^2	0,8056		0,0904	
Düzeltilmiş R^2	0,7676		0,0854	
Standart Sapma	0,2727		0,2806	
F testi	21,2001		18,2268	
F testi Olasılığı	0,0000		0,0000	
			Standart Sapma	Rho istatistiği
Yatay Kesit Rassal Etkisi			0,4637	0,7431
Özel Durum (Idiosyncratic) Rassal Etkisi			0,2727	0,2569

Modelde hesaplanan katsayıların standart sapmalara bölünmesi ile elde edilen t istatistik değeri için t istatistik tablosundan bulunan değerleri, tablodaki (Tablo 5.9) Olasılık sütununda görmek mümkün olmaktadır. F testi, modelin bütününün anlamlılık sınaması için yapılmakta ve modeldeki katsayıların birlikte veya aynı anda sıfır olup olmadığını incelemektedir. Bu kapsamda yukarıdaki model için β_1, β_2, β_3, β_4, β_5 ve β_6 katsayılarının aynı anda sıfır olduğunu ileri süren boş hipotez 0,05 anlamlılık düzeyinde reddedilmelidir. Kurulan regresyon modelinin verilere ne kadar uygun olduğunu gösteren R^2 testi, F testi ile yakın ilişkili olduğundan ve modelin tamamının anlamlı olup olmadığının test edilmesindeki öneminden dolayı değerlendirilmelidir. Yaklaşık 0,80 olarak hesaplanan R^2 değeri, kurulan modeldeki değişkenlerin bağımlı değişkeni büyük oranda açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi de, farklı gözlemler için aynı hatalar arasında korelasyon ilişkisinin olmaması durumu olarak karşımıza çıkmaktadır. Denklemdeki hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon olarak adlandırılmaktadır. Panel veri setlerinde otokorelasyon (autocorrellation) testi için klasik Durbin-Watson veya Breusch-Godfrey testi uygulanamamaktadır (Bhargava et al, 1982). Bunların yerine literatürde, Bhargava et al (1982) tarafından önerilen panel setler için ayarlanmış Durbin-Watson testi ve Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilmiş LBI istatistiği kullanılmaktadır. Aşağıdaki tabloda (Tablo 5.10) bu testlerin sonuçları özetlemektedir.

Tablo 5.10: Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Denklem	Durbin-Watson Testi	LBI Testi
Sahiplik – Sermaye Yapısı (Sabit Etkiler)	1,56	1,85
Sahiplik – Sermaye Yapısı (Rassal Etkiler)	1,23	1,85

* Testin detaylı sonuçları Ek:8'de verilmektedir.

Tabloda (Tablo 5.10) görülen istatistik sonuçlarına göre, sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen modelde, Durbin-Watson ve LBI testi sonuçlarına göre modelin pozitif otokorelasyon sorunu ile karşı karşıya olduğunu işaret eden değerler tespit edilmiştir.

Durbin-Watson istatistiği birinci sıradan otokorelasyonun varlığını test etmek için kullanılmaktadır. 177 gözlem ve 6 değişken için kritik değerlerin verildiği Durbin-Watson istatistik tablosuna bakıldığında, alt sınırın yaklaşık (du) 1,707 ve üst

sınırın ise yaklaşık (4-du) 2,169 değerleri arasında olduğu belirlenmiştir (İstatistik tablosundan 200 gözlem sayısı ve 6 değişken için 0,01 anlamlılık düzeyindeki değerler alınmıştır). Dolayısıyla denklemde ulaşılan Durbin-Watson istatistiği sabit ve rassal etkiler modellerine göre sırasıyla 1,56 ve 1,23 olduğundan, birinci sıradan otokorelasyonun olduğu görülmüş ve otokorelasyonun olmadığı boş hipotezi 0,01 anlamlık düzeyinde reddedilmiştir.

Bununla birlikte, LBI testi istatistik tablosuna bakıldığında, alt sınırın yaklaşık (du) 1,924 ve üst sınırın ise yaklaşık (4-du) 2,076 değerleri arasında olduğu belirlenmiştir (İstatistik tablosundan 200 gözlem sayısı ve 6 katsayı için 0,05 anlamlılık düzeyindeki değerler alınmıştır). Yukarıda test istatistiği verilen LBI testi sonucuyla (LBI istatistiği = 1,85) birlikte değerlendirildiğinde denklemdeki hatalar arasında otokorelasyonun varlığı tespit edilmiş ve otokorelasyonun olmadığı savunan boş hipotez 0,05 anlamlık düzeyinde reddedilmek durumunda kalınmıştır.

Panel regresyon analizlerinde hatalar arasında otokorelasyonun olup olmadığı araştıran Wooldridge süreci aşağıda işlenmektedir (Grene, 2003).

Tablo 5.11: Otokorelasyon Wald Testleri Sonuçları

	Değer	**Olasılık (p)**
t - testi	20,61	0,0000
F - testi	424,86	0,0000
Chi2 testi	424,86	0,0000

* Testin detaylı sonuçları Ek:10'da verilmektedir.

Wooldridge otokorelasyon test süreci sonuçlarına göre, modelde standart hatalar arasında korelasyon olmadığını savunan boş hipotez reddedilmiş olup, regresyon denklemindeki hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu belirlenmiştir.

Modelde değişken varyanslılık probleminin gözlenip gözlenmediği ise değişen varyans testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişken varyanslılık sorunu tespit edilmiştir. Eş varyanslılık üzerine kurulu sıfır hipotezi aşağıdaki tabloda görüleceği üzere olasılık değeri % 5'den düşük olduğundan reddedilmiş ve modelde değişken varyanslılığın bulunduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 5.12: Değişen Varyans Testi Sonucu

Denklem	Chi2 testi	Olasılık (p)
Sahiplik – Sermaye Yapısı	52,73	0,00

***** Testin detaylı sonuçları Ek:14'de verilmektedir.

Modeldeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunu White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi (White period standard errors and covariance) ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilmeye çalışılmıştır. Bu yöntem ile periyotlar arası korelasyon sorununa bir çözüm getirilmeye çalışılacak olup, aynı zamanda her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olması (heteroskedasticity) sorununa da bir çözüm getirilmiş olacaktır.

Bununla birlikte, sabit etkiler modeli ile rassal etkiler modeli arasında, panel veri setinden çıkan sonuçları açıklaması açısından bir seçim yapılması söz konusu olduğunda Hausman testine başvurulmaktadır. Bu çalışmada, verileri kullanılan

işletmelerin bireysel durumları ve model için baz alınan oranların zaman sürecinde işletmeler için bireysel olarak değişimleri göz önünde bulundurulması gerektiği için başlangıçta, sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birlikte kullanılmış daha sonra bu etkiler ayrı ayrı test edilmiştir.

Temel olarak sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birbirinden çok farklı sonuçlanmamakla birlikte, aşağıdaki tablodan (Tablo 5.13) da anlaşıldığı üzere Hausman testi sonuçlarına göre elde edilen olasılık değeri güven oranından küçük (sıfıra yakın) çıktığından, bir tercih yapılması gerektiğinde sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği sonucuna varılabilmektedir. Diğer bir ifade ile modelde kullanılan işletmelerin ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve Ɛ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan işletmelerin ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve Ɛ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin reddedilmesi, rassal etkiler modeline karşı sabit etkiler modelinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna doğurmaktadır. Söz konusu testin detaylı sonucu Ek:6'da verilmektedir.

Tablo 5.13: Hausman Testi Sonuçları

	Chi^2 testi	**Olasılık (p)**
Yatay Kesit Rassal Etkisi	36,7901	0,0000

Aşağıdaki tablodan (Tablo 5.14) da görüleceği üzere White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılarak elde edilen çözüm sonucunda; F istatistik anlamlılık düzeyleri model için yeterli açıklama gücüne sahip olduğu

sonucuna ulaşılmış ve periyot düzeltmesi ile birlikte modeldeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarına çözüm getirilmiştir. Buna paralel olarak, doğrusal korelasyon katsayısının karesi olarak hesaplanan belirleme katsayısı (R^2), regresyon tahmini sonucu yaklaşık % 80 olarak bulunmuştur. Bununla birlikte son kurulan modelde, KAR, MODV, BUYUK1 ve BUYUK2 değişkeni hariç olmak üzere kalan değişkenler için t istatistikleri 0,95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Sonuçlar ilerleyen bölümlerde detaylı olarak yorumlanacaktır.

Tablo 5.14: Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı: Nihai Model

Bağımlı Değişken: BORC	**Sabit Etkiler Modeli (*White Periyot Standart Hataları ve Kovaryans Katsayısı Yöntemi*)**	
Bağımsız Değişkenler	**t testi**	**Olasılık (p)**
BUYUK1	1,551019	0,1212
BUYUK2	0,648617	0,5167
HALKDEG	-2,486821	0,0131
KAR	-1,250776	0,2113
MODV	-0,799789	0,4240
AKTIFLN	-1,965425	0,0497
C	3,165786	0,0016
R^2	0,805598	
Düzeltilmiş R^2	0,767558	
Standart Sapma	0,272796	
F testi	21,17774	
F testi Olasılığı	0,000000	
Durbin-Watson İstatistiği	1,556549	

* Testin detaylı sonuçları Ek:12'de verilmektedir.

5.8.2 Sahiplik Yapısı – İşletme Performansı Modeli Sonucu

Yukarıdaki bölüme paralel olarak bu bölümde de sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin araştırıldığı modeli güçlendirmek adına, literatür bölümünde bahsedilen çalışmalarda kullanılan ve çalışmanın amacına hizmet eden tüm değişkenler bir modele toplanmıştır. Bu bölümde verilen tablolar sonuçların özeti olup, çalışmanın ekinde (Ek: 4 ve 5) bu bölümdeki sonuçların detaylı çıktısı verilmektedir

Tablo 5.15: Sahiplik Yapısı ile İşletme Performansı: İlk Model

Bağımlı Değişken	**Sabit Etkiler Modeli**		**Rassal Etkiler Modeli**	
PIYDEGLN	**t testi**	**Olasılık (p)**	**t testi**	**Olasılık (p)**
BUYUK1	-3,087402	0,0021	-3.101777	0.0020
BUYUK2	-1,031533	0,3026	-1.896615	0.0581
HALKDEG	2,088610	0,0370	1.819461	0.0691
MODV	2,665877	0,0078	2.731863	0.0064
AKTIFLN	13,15632	0,0000	25.73959	0.0000
KAR	1,447980	0,1480	2.774201	0.0056
C	6,330250	0,0000	-0.767712	0.4428
R^2	0,887929		0.352920	
Düzeltilmiş R^2	0,866141		0.349410	
Standart Sapma	0,582610		0.634870	
F testi	40,75274		100.5362	
F testi Olasılığı	0,000000		0.000000	
			Standart Sapma	Rho istatistiği
Yatay Kesit Rassal Etkisi			0,629269	0,5384
Özel Durum (Idiosyncratic) Rassal Etkisi			0,582610	0,4616

Modeldeki değişkenlerin tek tek anlamlı olup olmadıkları t testi ile belirlerken, F testi ve R^2 istatistiği tüm denklemin anlamlı olup olmadığını araştırmaktadır. Tablodan (Tablo 5.15) da görüleceği üzere çözüm sonucunda; R^2

anlamlılık düzeyleri, F istatistik anlamlılık düzeyleri ve t istatistikleri model için yeterli açıklama gücüne sahiptir. Daha açık bir ifade ile, yukarıda sonuçları verilen modelde söz konusu istatistiki önem testleri olumlu olarak hesaplanmıştır. Sonuç tablosundan görüleceği üzere, değişkenlerin 0,95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Bununla birlikte, bu denklem için de yukarıda bahsedilen Bhargava et al (1982) tarafından önerilen panel veriler için ayarlanmış Durbin-Watson testi ve Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilmiş LBI istatistiği kullanılmaktadır. Aşağıdaki tabloda (Tablo 5.16) bu testlerin sonuçları özetlemektedir.

Tablo 5.16: Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Denklem	Durbin-Watson Testi	LBI Testi
Sahiplik – Sermaye Yapısı (Sabit Etkiler)	1,43	1,66
Sahiplik – Sermaye Yapısı (Rassal Etkiler)	1,22	1,66

* Testin detaylı sonuçları Ek:9'da verilmektedir

Tabloda (Tablo 5.16) görülen istatistik sonuçlarına göre, işletme performansının sahiplik yapısından etkilenip etkilenmediğinin araştırıldığı diğer modelde, Durbin-Watson ve LBI testi sonuçlarına göre modelin pozitif otokorelasyon sorunu ile karşı karşıya olduğunu işaret eden değerler tespit edilmiştir. 177 gözlem ve 6 değişken için kritik değerlerin verildiği Durbin-Watson istatistik tablosuna bakıldığında, alt sınırın yaklaşık (du) 1,707 ve üst sınırın ise yaklaşık (4-du) 2,169 değerleri arasında olduğu belirlenmiştir (İstatistik tablosundan 200 gözlem sayısı ve 6 değişken için 0,01 anlamlılık düzeyindeki değerler alınmıştır). Dolayısıyla denklemde ulaşılan Durbin-Watson istatistiği sabit ve rassal etkiler

modellerine göre sırasıyla 1,43 ve 1,22 olduğundan olduğundan birinci sıradan otokorelasyonun olduğu görülmüş ve otokorelasyon yoktur diyen boş hipotez 0,01 anlamlık düzeyinde reddedilmiştir.

Bununla birlikte, LBI testi istatistik tablosuna bakıldığında, alt sınırın yaklaşık (du) 1,924 ve üst sınırın ise yaklaşık (4-du) 2,076 değerleri arasında olduğu belirlenmiştir (İstatistik tablosundan 200 gözlem sayısı ve 6 değişken için 0,05 anlamlılık düzeyindeki değerler alınmıştır). Yukarıda test istatistiği verilen LBI testi sonucuyla (LBI istatistiği = 1,66) birlikte değerlendirildiğinde denklemdeki hatalar arasında otokorelasyonun varlığı tespit edilmiş ve otokorelasyonun olmadığı savunan boş hipotez 0,05 anlamlık düzeyinde reddedilmek durumunda kalınmıştır.

Denklemdeki hatalar arasında otokorelasyonun olup olmadığı araştıran Wooldridge süreci aşağıda işlenmiştir (Grene, 2003). Wooldridge otokorelasyon test süreci sonuçlarına göre, modelde standart hatalar arasında korelasyon olmadığını savunan boş hipotez yine reddedilmiş olup, regresyon denklemindeki hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu bir kere daha belirlenmiştir.

Tablo 5.17: Otokorelasyon Wald Testleri Sonuçları

	Değer	**Olasılık (p)**
t - testi	-8,783639	0,0000
F - testi	77,15232	0,0000
Chi2 testi	77,15232	0,0000

* Testin detaylı sonuçları Ek:11'de verilmektedir.

Modelde değişken varyanslılık probleminin gözlenip gözlenmediği ise değişen varyans testi ile sınanmış ve yapılan analizlerde değişken varyanslılık sorunu tespit edilmiştir. Eş varyanslılık üzerine kurulu sıfır hipotezi aşağıdaki tabloda görüleceği üzere olasılık değeri % 5'den düşük olduğundan reddedilmiş ve modelde değişken varyanslılığın bulunduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 5.18: Değişen Varyans Testi Sonucu

Denklem	Chi2 testi	Olasılık (p)
Sahiplik Yapısı – İşletme Değeri	2117,96	0,00

* Testin detaylı sonuçları Ek:15'te verilmektedir.

Modeldeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunu White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi (White period standard errors and covariance) ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilmeye çalışılmıştır. Bu yöntem ile periyotlar arası korelasyon sorununa bir çözüm getirilmeye çalışılacak olup, aynı zamanda her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olması (heteroskedasticity) sorununa da bir çözüm getirilmiş olacaktır.

Bununla birlikte modeldeki yatay kesitlerin sabit mi yoksa rassal etkiler mi içerdiğini tespit edebilmek için Hausman testi uygulanması gerekecektir.

Tablo 5.19: Hausman Testi Sonuçları

	Chi^2 testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	168,5739	1,0000

* Testin detaylı sonuçları Ek:7'de verilmektedir.

Yukarıdaki tablodan (Tablo 5.19) da anlaşıldığı üzere Hausman testi sonuçlarına göre elde edilen olasılık değeri güven oranından küçük (sıfıra yakın) çıktığından, bir tercih yapılması gerektiğinde sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği sonucuna varılabilmektedir. Diğer bir ifade ile modelde kullanılan işletmelerin ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve Ɛ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan işletmelerin ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve Ɛ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin reddedilmesi, rassal etkiler modeline karşı sabit etkiler modelinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna doğurmaktadır.

Aşağıdaki tablodan (Tablo 5.20) da görüleceği üzere White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılarak elde edilen çözüm sonucunda; R^2 anlamlılık düzeyleri, F istatistik anlamlılık düzeyleri model için yeterli açıklama gücüne sahip olduğu sonucuna ulaşılmış ve periyot düzeltmesi ile birlikte modeldeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarına çözüm getirilmiştir. Bununla birlikte son kurulan modelde, BUYUK2 ve KAR değişkeni hariç tüm değişkenler için t istatistikleri 0,95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Sonuçlar ilerleyen bölümlerde detaylı olarak yorumlanacaktır.

Tablo 5.20: Sahiplik Yapısı ile İşletme Performansı: Nihai Model

Bağımlı Değişken: PIYDEGLN	**Sabit Etkiler Modeli (*White Periyot Standart Hataları ve Kovaryans Katsayısı Yöntemi*)**	
Bağımsız Değişkenler	**t testi**	**Olasılık (p)**
BUYUK1	-2.404934	0.0164
BUYUK2	-0.805842	0.4205
HALKDEG	2.978894	0.0030
MODV	2.197285	0.0282
TOPLAMAKTIFLN	3.774281	0.0002
KAR	0.954681	0.3400
C	1.924204	0.0546
R^2	0,887894	
Düzeltilmiş R^2	0,866075	
Standart Sapma	0,582722	
F testi	40,69453	
F testi Olasılığı	0,000000	
Durbin-Watson İstatistiği	1,429809	

* Testin detaylı sonuçları Ek:13'te verilmektedir.

Tablodan (Tablo 5.20) da görüleceği üzere çözüm sonucunda; R^2 anlamlılık düzeyleri, F istatistik anlamlılık düzeyleri ve t istatistikleri model için yeterli açıklama gücüne sahiptir. Bununla birlikte, periyot düzeltmesi ile birlikte modeldeki otokorelasyon sorununa çözüm getirilmiştir. Tüm değişkenler için ve t istatistikleri 0,95 oranında istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır.

5.8.3 Diğer Diagnostik Testler

Güvenilirlik testlerinden birim kök testleri ve otokorelasyon testleri önceki bölümde detaylı olarak ele alınmış olup, bu bölümde çok değişkenli normallik

testleri incelenmektedir. İstatistikte çok değişkenli normal dağılım, tek değişkenli normal dağılımın "n" boyuta genelleştirilmesini ifade etmektedir. Çok boyutlu bir evrende tanımlanan bir vektörün normal dağılıma sahip olması, vektörün bileşenleri arasındaki tüm lineer kombinasyonların normal dağılmış olması ile mümkün olmaktadır (Doornik ve Hansen, 1994). Regresyon analizinde söz konusu lineer kombinasyonlar bağımsız değişkenler arasında hesaplanmaktadır.

Bu çalışmada, çok değişkenli normallik testi için Doornik ve Hansen'in (1994) geliştirdikleri test kullanılacaktır. Testte normallik hipotezi Chi^2 dağılıma sahip olan test istatistiği ile kontrol edilmektedir. Bu tez kapsamında elde edilen test sonuçları aşağıda (Tablo 5.21) özetlenmekte olup, yapılan testlerin sonucunda elde edilen ve istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini belirleyen olasılık değerlerinin 0,00 olarak hesaplanması nedeniyle, modeller için çok değişkenli normallik olduğunu savunan boş hipotez istatistiksel olarak reddedilmiştir.

Tablo 5.21: Çok Değişkenli Normallik Testi Sonuçları

Denklem	Chi^2 Testi	p değeri
Sahiplik Yapısı – Sermaye Yapısı Modeli	4,3005	0,000
Sahiplik Yapısı – İşletme Değeri Modeli	1,6707	0,000

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin sahiplerinin çeşitliliği ve işletmelerin halka açık olup olmadığı gibi işletmenin sahiplik yapısını ilgilendiren koşulların, işletmelerin finansman kararlarını etkileyip etkilemediği ve yine hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin sahiplerinin çeşitliliği ve işletmelerin halka açık olup olmadığı hususunun, işletmelerin performanslarını veya değerlerini etkileyip etkilemediği incelenmeye çalışılmıştır. 1998–2009 yılları arasındaki dönemini kapsayan çalışmada elde edilen sonuçlara göre, işletmelerin sermaye yapılarını oluştururken veya işletmeler piyasada değerlendirilirken bu durumların işletmenin sahiplik yapısından bağımsız olamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın ampirik bölümünde ilk olarak sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin araştırılması için kurulan model sonucuna göre sahiplik yapısı değişkenlerinden halka açıklık oranı katsayısı negatif olarak bulunmuştur. Bu durumun ekonomik olarak anlamı, İMKB'de işlem gören imalat işletmelerin halka açıklık oranları arttıkça sermaye yapısında yabancı kaynak oranının düşmekte olduğudur. Başka bir deyişle, işletmelerin sahiplik yapısı çeşitlendikçe, özkaynaklara dayalı büyüme tercih edilmektedir. Buna göre, işletmeler aile işletmesi özelliğinden uzaklaştıkça, kurumsal yatırımcılar, kamu gibi büyük pay sahipleri tarafından yönetilmekten uzaklaştıkça varlıklarının finansmanında özkaynakların kullanımının artmakta olduğu söylenebilmektedir. Artan özkaynakların, otofinansman şeklinde mi sermaye artırımı şeklinde mi olduğu ise başka bir araştırmanın konusu olabilir.

Bununla birlikte, araştırmanın bu bulgusu, sermaye tabana yayıldıkça sermayenin yayılım hızının arttığı şeklinde de yorumlanabilmektedir.

Hisse senedi sahiplerinin sayısının nicelik olarak azlığı sermaye yoğunluğu olarak tanımlanabilmektedir. Diğer bir ifade ile hisse senedi sahiplerinin sayısı çok olan işletmeler, "düşük sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler", hisse senedi sahiplerinin sayısı az olan işletmeler ise "yüksek sermaye yoğunluğuna sahip işletmeler" olarak belirtilmektedir. Jensen ve Meckling (1976)'e göre, işletmelerin sermaye yoğunluğu azaldıkça profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı artacaktır. Profesyonel yöneticiler ise, temsilcilik teorisinde (agency theory) ifade edildiği üzere, işletmenin sermaye yapılarını; kaldıraç oranını azaltmak suretiyle oluşturmaya çalışacaklardır. Bu nedenle de işletmelerin hisse senedi sahipleri ile profesyonel yöneticileri arasında temsilcilik maliyetleri oluşacaktır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin halka açıklık oranlarının yüksek olduğu işletmelerin finansman kararları diğer işletmelere göre farklı olduğu değerlendirmesi yapılabilmektedir. Sonuçlarda sermaye yapısı ile işletme karlılığı, birinci büyük ve ikinci büyük ortağın sermaye içindeki payı ve varlıkların özgünlüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bunun aksine sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ulaşılan sonuçlar yalnızca İMKB'de işlem gören imalat işletmeleri için geçerli olduğu düşünülebileceği gibi ülkemizdeki diğer işletmeler için de geçerli olabileceği başka bir araştırmada ele alınabilecektir.

Çalışmada elde edilen sonuçların temsilcilik sorunu teorisi ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Buna göre, sermaye yoğunluğu artan işletmelerin temsilcilik sorunları azalacak ve bu durum işletme yöneticilerinin sermaye yapılarını daha riskli ancak hisse senedi sahiplerinin refahını arttırıcı düzeye getirmelerine neden olacaktır. Bununla birlikte, işletmelerin halka açıklık oranları arttığında, diğer bir ifade ile sermaye yoğunlukları azaldığında profesyonel yönetici istihdamı gereği ortaya çıkacaktır. Bu durumda temsilcilik sorunları nedeniyle profesyonel yöneticiler işletmenin sermaye yapısını finansal sıkıntı içine girme riskinden korunmak amacıyla özkaynak ağırlıklı olarak oluşturacaktır.

Sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkinin araştırılması için kurulan model sonuçlarına göre ise, sahiplik yapısı değişkenlerinden halka açıklık oranı katsayısı pozitif, birinci büyük ortağın sermayedeki oranı katsayısı ise negatif olarak bulunmuştur. Bu durumun anlamı, İMKB'de işlem gören imalat işletmelerin halka açıklık oranları arttıkça veya işletmenin büyük ortağının sermaye içindeki payı azaldıkça, işletmelerin değerinin buna paralel olarak artmakta olduğudur. Başka bir deyişle, işletmelerin sahiplik yapısı çeşitlendikçe, işletmeler piyasada daha yüksek fiyatla değerlendirilmekte ve yatırımcılar arasında daha yüksek fiyatlardan alınıp satılaması tercih edilmektedir. Buna göre, işletmeler aile işletmesi özelliğinden uzaklaştıkça, kurumsal yatırımcılar, kamu gibi büyük pay sahipleri tarafından yönetilmekten uzaklaştıkça ve halka açıklık oranları arttıkça piyasanın bu durumu daha olumlu değerlendirmekte olduğu söylenebilmektedir.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin halka açıklık oranlarının ve belirli bir ortağın sermaye içindeki yüksek paya sahip olduğu işletmelerin piyasa tarafından değerlendirmesinin farklı olacağı görülebilecektir. Çalışma sonuçlarına göre işletme değeri ile işletme büyüklüğü ve varlıkların özgünlüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuçlar yalnızca İMKB'de işlem gören imalat işletmeleri için geçerli olduğu düşünülebileceği gibi ülkemizdeki diğer işletmeler için de geçerli olabileceği başka bir araştırmada ele alınabilecektir.

ÖZET

Sayman, Yahya, Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Doktora Tezi, Danışman: Prof. Dr. Güven SAYILGAN, 306 s.

Bu tez çalışmasında işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapıları ve işletme değeri üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur. Bunun için, hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin 1998–2009 yılları arasındaki panel verileri kullanılmıştır. Kurulan model ile sermaye yapısının ve işletme değerinin sahiplik yapısındaki değişikliklerden nasıl etkilendiği ölçülmeye çalışılmıştır.

Çalışma sonucunda, ortak sayısı azalan işletmelerin sermaye yapılarını, işletme değerini arttırmak adına, daha riskli hale getirdikleri, bu sonuca paralel olarak da ortak sayısı azalan işletmelerin piyasa değerinin arttığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Bununla birlikte, işletmelerin ortak sayısı diğer bir ifade ile halka açıklık oranları arttığında, işletmelerde profesyonel yöneticilerin istihdam edilmesi gereği söz konusu olacaktır. Bu durumda yöneticiler, işletmenin finansal sıkıntıya girmemesi için sermaye yapısındaki özkaynak oranının artmasını isteyeceklerdir. Sonuçta ise işletmenin piyasa değeri olumlu etkilenecektir. Özetle, işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu ve bu kapsamda işletmelerin değerlerine etki yaptığı gözlemlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: sermaye yapısı, sahiplik yapısı, işletme performansı, işletme değeri, temsilcilik teorisi.

ABSTRACT

Sayman, Yahya, The Impact of Ownership Structure on Capital Structure and Performance of Manufacturing Firms: Evidence from the ISE, Doctorate Thesis, Advisor: Prof. Güven SAYILGAN, 306 p.

In this study, the impact of ownership structure on firms' capital structure and firm value is examined. Therefore, manufacturing firms whose stocks are quoted on the Istanbul Stock Exchange (ISE) over the period 1998 and 2009 are covered using pooled data. On the developed model, it was investigated how ownership structure is affected by the capital structure.

According to the results of the regression model, it has been found that firms which have less shareholders choose higher-risk capital structures because of increasing firm value. Furthermore, provided that capital intensity becomes higher, firms must hire professional managers. In this instance, professional managers prefer equity financing for preventing financial distresses. And firms value is positively impacted by this situation. In summary, this study concludes that firms' ownership structure affects capital structure and firm value.

Key Words: capital structure, ownership structure, firm performance, firm value, agency theory.

KAYNAKÇA

A. KİTAPLAR

AKDOĞAN, Nalân, TENKER, Nejat, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitap Evi, Ankara, 2001.

AKGÜÇ Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, 1998.

AKMUT, Özdemir, AKTAŞ, Ramazan ve BİNAY, Soner, **Öngörü Teknikleri ve Finans Uygulamaları**, 1. Baskı, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, No: 564, 1999.

ARAS, Güler, **Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü**, 19.Yıl, 2004.

ATEŞ, Ö., **Aile Şirketleri: Değişim ve Süreklilik**, Ankara Sanayi Odası Yayınları, 2005.

BALTAGI, B. H., **Econometric Analysis of Panel Data**, 4th ed. New York: Wiley Press., 2008.

BARNEY, J. B, **Gaining and Sustaining Competitive Advantage**, New Jersey: Prentice Hall, 2002.

BERK, N., **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 5. Baskı, İstanbul, 2000. s.

BERLE, A., MEANS, G., **The Modern Corparation and Private Property**, United States: Transaction Publisher, Fifth Printing, 2003.

BRIGHAM, Eugene F., **Finansal Yönetimin Temelleri**, Çev: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan, Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları No: 213, 1999.

CADBURY, Adrian, **Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow's Company From Today's**, Egon Zender International, 2000.

CEYLAN, Ali, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitapevi, Bursa, 2001.

COPELAND, Thomas E. WESTON, J. Fred, SHASTRI, Kuldeep, **Financial Theory and Corporate Finance**, Addison Wesley Series, 3. Baskı, 2005.

ÇELİK, Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, **Turhan Kitabevi**, Birinci Bası, Ankara, 1999.

DAĞLI, Hüseyin, **Finansal Yönetim**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2001.

DAMODARAN, A., **Investment Valuation**, **Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset**, John Wiley and Sons, USA, 1996.

DAVIDSON, R., MACKINNON, J.G., **Estimation and Inference in Econometrics**, New York: Oxford University Press, 1993.

DOWNES John, GOODMAN Jordan E., **Finance and Investment Handbook**, USA: Barron's Educational Series, 2003.

EISENBERG, Melvin, **The Structure of the Corporation: A Legal Analysis**, Little, Brown and Co., Boston, MA, 1976.

EMERY, D. R., FINNETERY, J. D., STOWE, J. D., **Principals of Financial Management**, **New Jersey: Prentice Hall**, **2004.**

ERCAN, Metin Kamil, BAN, Ünsal, **Finansal Yönetim**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1. Baskı, 2005.

ERCAN, Metin Kamil, ÖZTÜRK, M. Başaran, DEMİRGÜNEŞ, Kartal, **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003.

ERDİNÇ, Y., **Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor**, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2004.

EREN, E., **Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**, 7. Baskı, İstanbul, Beta Yayınları, 2005.

FABOZZI, F. J., **The Mathematics of Financial Modelling and Investment Management**, 2004.

FABOZZI, Frank J., PETERSON, P. P., **Financial Management and Analysis**, New Jersey: John Wiley and Sons, 2003.

GOVORI, Fadil, "The Institutional Investors: Important Functions", **Institute for Finance and Management**, 2003.

GREENE, William H., **Econometric Analysis**, Fifth Edition, New York: Prentice-Hall Inc., 2003.

GROPELLI, Angelico A., NIKBAKHT, Ehsan, **Finance**, USA: Barron's Educational Series, 2000.

GUJARATI, D., **Basic Econometrics**, Fourth Edition, New York: McGraw Hill, 2003.

GÜRBÜZ, O., ERGİNCAN, Y., **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatur Yayıncılık, İstanbul, 2004.

GÜRİŞ, Selahattin, ÇAĞLAYAN, Ebru, **Econometric Views Paket Programı**, Marmara Üniversitesi İstatistik ve Ekonometri Araştırma ve Uygulama Merkezi, 1998.

HAFTACI Vasfi, **İşletme Bütçeleri**, Dördüncü Bası, İstanbul: Beta Basım, 2005.

HAMPTON, J. J., **Modern Financial Theory**, Reston Publishing Company, Virgina, 1982.

HITCHNER, J. R., **Financial Valuation (Applications and Models)**, John Wiley and Sons Inc., USA, 2003.

HSIAO, C., LAHIRI, K., LEE, L., PESARAN, M.H., **Analysis of Panels and Limited Dependent Variable Models**, Cambridge University Press, 1999.

HSIAO, Cheng, **Analysis of Panel Data**, Second Edition, Cambridge: Cambridge University Pres, 2003.

HUBBARD, R.G., **Money**, **The Financial System and The Economy**, Addison Wesley Publishing Company, 2002.

KARACAN, A.İ, **Bankacılık ve Kriz: Bir Yazın Taraması**, Creative Yayıncılık, İstanbul, 2000.

KARAN, M. B., **Yatırım Analizi ve Portfoy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004.

KARPUZOĞLU, Ebru, **Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma**, İstanbul: Hayat Yayınları, 2004.

LEE, C., LEE, A. C., **Encyclopedia of Finance**, Springer Science Business Inc., USA, 2006.

MASULIS, R. W., **The Debt/Equity Choice**, Balinger Publishing Co., Cambrigde, 1988.

MEGGINSON, William L., **Corporate Finance Theory**, US, Addison Wesley, 1. Baskı, 1997.

MISHKIN, F.S., **The Economics of Money**, **Banking and Financial Markets**, Harper Collins College Publisher, 1995.

MORCK, R., STANGELAND, D., YEUNG, R., "Inherited wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease",**University of Chicago Press**, 2000, s: 319-369.

MURPHY, J. J., **Technical Analysis of the Financial Markets**, Prentice-Hall Pres, USA, 1999.

MÜFTÜOĞLU, Tamer, **İşletme İktisadı**, Gözden Geçirilmiş 3. Bası, Ankara: Turhan Kitabevi, 1998.

OKKA, O. **Finansal Yönetime Giriş**, 2. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2006.

ÖZDEN, Mehmet, **Profesyonel Meslek Birlikleri**, Rekabet Kurumu, Ankara, 2004.

PAMUKÇU, Ali Bülent, **Finans Yönetimi**, Der Yayınları, İstanbul, 1999.

RAMSDEN Philip, **The Essentials of Management Ratios**, England: Gower Publishing Ltd., 1998.

REILLY, F. K., BROWN, K. C., **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8. Edition, South-Western Collage Pub, USA, 2005.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffery F., **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition, USA: McGraw-Hill, 2001.

SARIASLAN, Halil, KARACABEY, Argun, **İşletmelerde Sayısal Analizler**, 1. Bası, Ankara: Turhan Kitabevi, 2003.

SAYILGAN, Güven, **Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2004.

SEVGENER A.Sait, Rüstem HACIRÜSTEMOĞLU, **Yönetim Muhasebesi**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 1998.

SHAPIRO, A. C., **Multinational Financial Management**, NY: John Wiley, 6th edition, New York, 1999.

SHAPIRO, Alan C., BALBIRER, Sheldon D., **Modern Corporate Finance: A Multidiciplinary Approach to Value Creation**, New Jersey Prentice Hall, 3. Baskı, 2000.

STERN, Joel M., SHIELY, John S., ROSS, Irwin, **The EVA Challenge Implementing Value-Added Change in an Organization**, John Wiley & Sons Inc., 2001.

STOCK, J.H., M.W. Watson, **Introduction to Econometrics**. Addison-Wesley, 2003.

TOSUN Kemal, **İşletme Yönetimi**, Ankara: Savaş Yayınları, 1992.

TÜRKO, Metin, **Finansal Yönetim**, Alfa Basın Yayın Dagıtım, İstanbul, 1999

USTA, Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Yönetim Detay Yayıncılık, Ankara, 2005.

UYAR, A., **Temel Analiz**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2001.

VAN HORNE, J. C., **Fundamentals of Financial Management**, Prentica-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1971.

WARD Michele Allman, SAGNER James, **Essentials of Managing Corporate Cash**, USA: Wiley Inc., 2003.

WOOLDRIDGE, J. M., **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge: MIT Press, 2001.

B. MAKALELER

AGRAWAL, A., MANDELKER, G., "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", **Journal of Finance**, Vol: 42 (4), 1987, s: 823-837.

AGUS, Arawati, SAGIR, Ridzuan Mohd, "The Structural Relations Between Total Quality Management, Competitive Advantage and Bottom Line Financial Performance: An Emprical Study of Malasian Manufacturing Companies", **Total Quality Management**, Vol: 12 (7–8), 2001, s: 1018–1024.

AKERLOF, G.A., "The Market For Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", **Quarterly of Economics**, Vol: 84, No:3, 1970, s: 488-500.

ALKAN, G. İ., DEMİRELİ, E., "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama", **Dokuz Eylül Üniveristesi SBE Dergisi**, Cilt: 9, No: 2, 2007.

ALTMAN E. I., "Financial Ratios, Discriminates Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", **The Journal of Finance**, Vol: 23, No: 4, s: 589-609 1968.

AMIHUD, Y., LEV, B., "Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy towards Diversification?", **Strategic Management Journal**, Vol: 20, No: 11, 1999, s: 1063-1069.

ANDERSON, Ronald C., REEB, David M., "Founding – Family Ownership and Firm Performance: Evidence From The S&P 500", **The Journal of Finance**, Vol: 58, No: 3, 2003, s: 1301-1328.

ANG, J. S., COLE, R. A., LIN, J. W., "Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Finance**, Vol: 55, 2000, s: 81–106.

ANG, James S., CHUA, Jess H., MCCONNELL, John J., "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note", **Journal of Finance**, Vol: 37, 1982, s: 219-226.

ARAS, Güler, MÜSLÜMOV, Alövsat, **Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, Kurumsal Yatırımcılar Derneği Yayınları, 2001.

ATKINSON, A.A., BALAKRISHNAN, R., "New Directions in Management Accounting Research", **Journal of Manegement Accointing Research**, Vol: 9, 1997.

BAHADIR, O., DEMİR, V., "UFRS (TFRS)'Deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl: 7, No: 23, 2007.

BAKER, M., WURGLER, J., "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns", **The Journal of Finance**, Vol: 55, No: 5, 2000, s: 2219-2247.

BAKER, M., WURGLER, J., Market Timing and Capital Structure, **Journal of Finance**, Vol: 57, 2002, s: 1–32.

BALAKRISHNAN, S., FOX, I., "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", **Strategic Management Journal**, Vol: 14 (1), 1993, s: 3-16.

BALTAGI, B.H., WU, P., "Unequally Spaced Panel Data Regression with AR(1) Disturbances", **Econometric Theory**, Vol: 15 (6), 1999, s: 814-82.

BARCLAY, Michael J., SMITH, "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol: 18, No: 1, 2005, s: 8-17.

BARCLAY, Michael J., SMITH, Clifford W., WATTS, Ross L., "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", **Applied**, **Corporate Finance**, Vol: 7, 1995, s: 4-19.

BARNEA, A., HAUGEN, R. A., SENBET, L. W., "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review", **Financial Management**, Vol: 10, No: 3, 1982, s: 7-22.

BARTON, S. L., HILL, N. C., SUNDARAM, S., "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure", **Financial Management**, Vol: 18, No: 1, 1989, s: 36-44.

BARTON, S., GORDON, P., "Corporate strategy and capital structure", **Strategic Management Journal**, Vol: 9, 1988, s: 623-632.

BASKIN, J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", **Financial Management**, Vol: 18 (1), 1989, s: 26-35.

BEAVER William H., "Financial Ratios As Predictors of Failure", **Journal of Accounting Researh**, Vol:14, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966, s: 71-111.

BERGER, A. N., PATTI, E. B., "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 30, 2006, s: 1065–1102.

BERGER, P., OFEK, E., YERMACK, D., "Managerial entrenchment and capital structure decisions", **Journal of Finance**, Vol: 52, 1997, s: 1411-1437.

BERGER, P.G., OFEK, E., "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of **Financial Economics**, Vol: 37 (1), 1995, s: 39-65.

BETHEL, J. E., LIEBESKIND, J., "The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", **Strategic Management Journal**, Vol: 14 Special No: Corporate Restructuring, 1993, s: 15-31.

BHARGAVA, A., FRANZINI, L., NARENDRANATHAN, W., "Serial Correlation and the Fixed Effects Model", **Review of Economic Studies**, Vol: 49, 1982, s: 533–549.

BLUM Mark, "Failing Company Discriminant Analysis", **Journal of Financial Research**, Volume: 12, No: 1, 1974, s: 1–25.

BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg, KIM, Han E., "On The Existance of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", **Journal of Finance**, Vol: 39, 1984, s: 857-878.

BRAILSFORD, T. J., OLIVER, B. R., PUA, S. L. H., "On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure", **Journal of Accounting and Finance**, Vol: 42, 2002, s: 1-26.

BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C. and MARCUS, Alan J**., Fundamentals of Corporate Finance**, USA: McGraw Hill, Second Edition, 1998.

BROCKMAN, P., YAN, X., "Block Ownership and Firm-Specific Information", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 33, 2009, s: 308–316.

BUKKART, Mike, PANUNZI, Fausto, SHLEIFER, Andrei, "Family Firms", **The Journal of Finance**, Vol: 58, No: 5, 2003, s: 2167–2201.

BURGMAN, T. A., "An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure", **Journal of International Business Studies**, Vol: 27, No: 3, 1996, s: 553-570.

CÉSPEDES, J., GONZÁLEZ, M., MOLINA, C. A., "Ownership and Capital Structure in Latin America", **Journal of Business Research**, Vol: 63, 2010, s: 248–254.

CHAGANTI, R., DAMANPOUR, F., "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance", **Strategic Management Journal**, Vol: 12, No: 7, 1991, s: 479-491.

CHANG, J. J., SHIN, H. H., "Family Ownership and Performance in Korean Conglomerates", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 15, 2007, s: 329–352.

CHEN, Z., CHEUNGT, Y. L., STOURAITIS, A., Wong A. W. S., "Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 13, 2005, s: 431– 449.

CHENA, C. R., GUOB, W., MANDEC, V., "Managerial Ownership and Firm Valuation: Evidence from Japanese Firms", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 11, 2003, s: 267–283.

CHO, M. H., "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol: 47, 1998, s: 103-121.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L.H.P., "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", **Journal of Finance**, Vol: 57, 2002, s: 2741-2771.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., LANG, L. H. P., "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", **Journal of Financial Economics**, Vol: 58, 2000, s: 81–112.

COFFEE, John, C., "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Seperation of Ownership and Control", **The Yale Law Journal**, Vol: 111:1, No: 24, 2001, s: 1-82.

COPELAND, T.E., KOLLER, T., MURRIN, J., **Valuation- Measuring and Managing the Value of Companies**, McKinsey & Company, USA, 1996.

CORNETT, Marcia M., MARCUS, Alan J., SAUNDERS, Anthony, TEHRANIAN Hassan, "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 31, 2007, s: 1771-1794.

CRASWELL, A. T., TAYLOR, S. L., SAYWELL, R. A., "Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 5, 1997, s: 301-323.

ÇAM, M., "Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı", **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 15, No: 2, 2006.

ÇEVİK, E. İ., ERDOĞAN, S., "Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Piyasasının Etkinliği: Yapısal Kırılma ve Güçlü Hafıza", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt: 10 (1) 2009.

DALY, C.M., DOLLINGER, M. J., "An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms", **Family Business Review**, Vol: 5, 1992, s: 117-136.

DEAKIN Edward B., "A Discriminant Analysisi of Predictors of Business Failure", **Journal of Accounting Researh**, Vol: 10, No: 1, 1972, s: 167-179.

DEESOMSAK, R., PAUDYAL, K., PESCETTO, G., "The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Asia Pacific Region", **Journal of Multinational Financial Management**, Elsevier, Vol: 14, No: 4-5, 2004, s: 387-405.

DEMSETZ, Harold, "The Structure of Ownership and The Theory of the Firm", **Journal of Law and Economics**, Vol: 26, 1983, s: 375–390.

DEMSETZ, K., LEHN, K., "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", **Journal of Political Economy**, Vol: 93, No: 61, 1985, s: 1155-1177.

DIAMOND, D. W., "Corporate Capital Structure: The Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol: 80 (2), 1994, s: 11-37.

DUGGAL, Rakesh, MILLAR, James A., "Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns", **Journal of Corporate Finance**, Vol: 5, 1999, s: 103-117.

DURUKAN, M.B., "Makro Ekonomik Değişkenlerin Türk İşletmelerinin Finansal Yapısına Etkileri: Zaman Serisi Analizinden Kanıtlar 1975-1997", **İktisat**, **İşletme ve Finans Dergisi**, 1998, s: 43-54.

EKEN, M. H., "Temel Yatırım Analizi: Bir Şablon Önerisi", **MUFAD Dergisi** (Temmuz sayısı), 2006, s: 158-166.

ELYASIANI, E., JIA, J., "Institutional Ownership Stability and BHC Performance q", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 32, 2008, s: 1767–1781.

ELYASİANİ, E., JIA, J., "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 34, 2010, s: 606–620.

EREN, Fikret, "Mülkiyet Kavramı", **A.Ü.H.F. Yayınları**, No: 351, 1974, s: 765–797.

FACCIO, Mara, LANG, Larry H. P., "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", **Journal of Financial Economics**, Vol: 65, 2002, s: 365–395.

FAMA E., "Firma Teorisi ve Yönetimsel Problemler", 1980, Editör: Prof. Dr. Cengiz Erol, **Finans Teorisinin Temel Makaleleri**, Ankara, SPK, 1998, s: 93-107.

FAMA, E. H., JENSEN, M. C., "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, Vol: 26, 1983, s: 301-326.

FAMA, E., FRENCH, F., KENNETH, R., "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt", **The Review of Financial Studies**, Vol: 15, No:1, 2002, s: 1-33.

FILATOTCHEV, Igor, LIEN, Yung-Chin, PIESSE Jenifer, "Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan", **Asia Pacific Journal of Management**, Vol: 22, 2005, s: 257–283.

FINDLAY, M. C., WILLIAMS, E. E., "Capital Allocation and the Nature of Ownership Equities", **Financial Management**, Vol: 1, No: 2, 1972, s: 68-76.

FLANNERY, M. J., RANGAN K. P., "Partial Adjustment toward Target Capital Structures", **Journal of Financial Economics**, Vol: 79, 2006, s: 469-506.

FRANK, M.Z., GOYAL, V.K., "Testing the pecking order theory of capital structure", **Journal of Financial Economics**, Vol: 67, 2003, s: 217 – 248.

FRIEND, I. ve LANG, L., "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", **Journal of Finance**, Vol: 43 (2), 1988, s: 271-281.

GAUD, P., HOESLI, M., BENDER, A., "Debt-equity Choice in Europe", **International Review of Financial Analysis**, Vol: 16, No: 3, 2006, 201-222.

GEDAJLOVIC, E. R., SHAPIRO, D. M., "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", **Strategic Management Journal**, Vol: 19, No: 6, 1998, s: 533-553.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., "Corporate Defense Law for Dispersed Ownership", **Hofstra Law Review**, Vol: 31 (11), 2001, s: 11-120.

GITMAN L., "Corporate Liquidity Requirements: A Simplified Approach", **The Financial Review**, s: 79-88, 1974.

GRAHAM, J. R., HARVEY C. R., "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", **Journal of Financial Economics**, Vol: 60, 2001, s: 187-243.

GRAVES, S. B., WADDOCK, S. A., "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy", **Academy of Management Executive**, Vol: 4, 1990, s: 75-83.

GRIFFTH J., "Ceo Ownership and Firm Value", **Managerial and Decision Economics**, Vol: 20, No: 1, 1999, s: 1-8.

GUPTA, Nandini, "Partial Privatization and Firm Performance", **The Journal of Finance**, Vol: 60, No: 2, 2005, s: 987–1015.

HADRI, K., "Testing for stationarity in heterogeneous panel data", **Econometrics Journal**, Vol: 3, 2000, s: 148–161.

HARRIS, M., RAVIV A., "The Theory of Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol: 46, No: 1, 1991, s: 297-355.

HARRIS, M., RAVIV, A., "Capital Structure and Informational Role of Debt", **The Journal of Finance**, Vol: 45, No: 2, 1990, s: 321-349.

HARRIS, M., RAVIV, A., "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", **Journal of Financial Economics**, Vol: 20, 1988, s: 203-35.

HARVEYA, C.R., LINSC, K. V., ROPER, A.H., "The Effect of Capital Structure When Expected Agencycosts are Extreme", **Journal of Financial Economics**, Vol: 74, 2004, s: 3–30.

HAUGEN, R. A., SENBET, L. W., "The Insignificance of Banktrupcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol: 33, No: 2, May 1978, s: 383-393.

HEINKEL, R., ZECHNER, J., "The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 25, 1990, s: 1-24.

HENDERSON, B., JEGADEESH, N., WEISBACH, M., "World Markets for Raising New Capital", **Journal of Financial Economics**, Vol: 82, 2006, s: 63–101.

HENRY, D., "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 18, 2010, s: 24–46.

HERMALIN, B., WEISBACH, M., "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", **Financial Management**, Vol: 20 (4), 1991, s: 101-112.

HIMMELBERG, C., HUBBARD, G., PALIA, D., "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol: 53, 1999, s: 353-84.

HITT, Michael A., HOSKISSON, Robert E., IRELAND, R. Duanemic, "A Mid-Range Theory of the Interactive Effects of International and Product Diversification on Innovation and Performance", **Journal of Management**, Vol: 20 (2) , 1994, s: 297-326.

HOVAKIMIAN, A., HOVAKIMIAN G., TEHRANIAN, H., "Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues", **Journal of Financial Economics**, Vol: 71, 2000, s: 517-540.

HOVAKIMIAN, A., OPLER T., TITMAN S., "The Debt-Equity Choice", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 36, No: 1, 2001, pg.1-24.

HUA Y., ZHOU X., "The Performance Effect of Managerial Ownership: Evidence from China", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 32, 2008, s: 2099–2110.

IANNOTTA, G., NOCERA, G., SIRONI, A., "Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 31, 2007, s: 2127–2149.

IKENBERRY, D., LAKONISHOK, J., VERMAELEN, T., "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases", **Journal of Financial Economics**, Vol: 39, No: 2-3, 1995, s: 181-208.

JACK, Eric P., RATURI, Amitabh, "Sources of volume flexibility and their impact on performance", **Journal of Operations Management**, Vol: 20, 2002, s: 519- 548.

JAMES, Harvey S., "Owner as Manager, Extended Horizons and The Family Firm", **International Journal of The Economics of Business**, Vol: 6, No: 1, 1999, s: 41-55.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol: 3, No: 4, 1976, s: 305-60.

JENSEN, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **American Economic Review**, Vol: 76, 1986, s: 323-339.

JENTER, D., "Market Timing and Managerial Portfolio Decisions", **The Journal of Finance**, Vol: 60, No: 4, 2005, s: 1903-1949.

JOHNSON, S. A., "The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure", **Financial Management**, Vol: 27, No: 1, 1998, s: 47-56.

JONES, Gary K., LANCTOT, Jr. Aldor, TEEGEN, J. Hildy, "Determinants and Performance Impacts Of External Technology Acquisition", **Journal of Business Venturing**, Vol: 16, 2000, s: 255–283.

KABADAYI, Ebru Tümer, "İşletmelerdeki Üretim Performans Ölçütlerinin Gelişim Özellikleri ve Sürekli İyileştirme İle İlişkisi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No: 6, 2002, s: 61–75.

KAMERSCWEN, D. R., "The Influence of Ownership and Control of Profit Rates", **American Economic Review**, Vol: 58, 1968, s: 432-447.

KEISTER, L.A., "Capital Structure in Transition: The Transformation of Financial Strategies in China's Emerging Economy", **Organization Science**, Vol: 15 (2), 2004, s: 145-158.

KESTER, W. C., "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", **Financial Management**, Vol: 15, No: 1, 1986, s: 5-16.

KIM Chang-Soo, MAUER David C., SHERMAN Ann E., "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", **Journal of Financial and Quantitive Analysis**, No: 33:3, 1998, s: 335.

KIM, E., "The Impact of Family Ownership and Capital Structures on Productivity Performance of Korean Manufacturing Firms: Corporate Governance and the Chaebol Problem", **J. Japanese Int. Economies**, Vol: 20, 2006, s: 209–233.

KIM, H. E., "A mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", **The Journal of Finance**, Vol: 33, No: 1, 1978, s: 45-63.

KING, M. R., SANTOR, E., "Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 32, 2008, s: 2423–2432.

KNYAZEVA, A., KNYAZEVA, D., STIGLITZ, J., "Ownership Changes and Access to External Financing", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 33, 2009, s: 1804–1816.

KO, Kwangsoo, KIM, Keunsoo, CHO, Sung Hoon, "Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese and Korean Stock Markets", **Journal of The Japanese and International Economies**, Vol: 21, 2007, s: 195–213.

KOCHBAR, R., "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics", **Strategic Management Journal**, Vol: 17 (9), 1996, s: 713-728.

KORAJCZYK, **R. A.**, **LEVY**, A., "Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints", **Journal of Financial Economics**, Vol: 68, No: 1, 2003, s: 75-109.

KORKUT, Sevgi, "Parlamenter Denetim Kapsamında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Denetlenmesi: TBMM KİT Komisyonunun Denetim Prosedürü ve KİT'lerin Denetiminde Geleceğe Dönük Öngörüler", **Yasama Dergisi**, Sayı: 6, 2007.

KRASKER, W., "Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information", **Journal of Finance**, Vol: 41, 1986, s: 93-105.

KWAK, Mary, "The Advantages of Family Ownership", **MIT Sloan Management Review**, No: 12, 2003.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florecio, SHLEIFER, Andrei, "Corporate Ownership Around the World", **Journal of Finance**, Vol: 54, 1999, s: 471–517.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florecio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert, "Investor Protection and Corporate Governance", **Journal of Financial Economics**, Vol: 58, 2000, s: 3–27.

LANCASTER Carol, STEVENS Jerry L. and JENNINGS Joseph A., "Corporate Liquidity and The Significance of Earnings versus Cash Flows", **Journal of Applied Business Research**, Vol: 14, s: 27-38, 1998.

LEECH, D., "Ownership Concentration and Theory of the Firm: A Simple-Game-Theoretic Approach", **Journal of Industrial Economics**, Vol: 35, 1987, s: 225-240.

LELAND, H. E., PYLE, D. H., "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", **Journal of Finance**, Vol: 32, 1977, s: 371-378.

LEMMON, M. L., LINS, K. V., "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", **Journal of Finance**, Vol: 58, 2003, s: 1445- 1468.

LEVIN, A., LIN. C.F., CHU, C.S., "Unit root tests in panel data, Asymptotic and finite sample properties", **Journal of Econometrics**, Vol: 108, 2002, s: 1–24.

LI, K., YUE, H., ZHAO, L., "Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China", **Journal of Comparative Economics**, Vol: 37, 2009, s: 471–490.

MA, Y., LEE, S. K., CHAN, H. L., "Estimating Firm Behavior under Rationing: a Panel Data Study of the Chinese Manufacturing Industry", **Journal of Chinese Economic and Business Studies**, Vol: 1 (2), 2003, s: 221-244.

MACKIE-MASON, J., "Do taxes affect corporate financing decisions?", **Journal of Finance**, Vol: 45, 1990, s: 1471-1493.

MADDALA, G.S., WU, S., "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol: 61, 1999, s: 631–652.

MAHAJAN, A., TARTAROĞLU, S., "Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 32, 2008, s: 754–766.

MARGARİTİS, D., PSILLAKI, M., "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 34, 2010, s: 621–632.

MARKOWITZ, Harry M., "Portfolio Selection", **Journal of Finance**, Vol:7, No: 1, 1952, s: 77–91.

MARSH, P., "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study", **Journal of Finance**, Vol: 37 (1), 1982, s: 121-144.

MASULIS, R., KORWAR A., "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", **Journal of Financial Economics**, 1986, s: 91-118.

McCONAUGHY, Daniel L., WALKER, Micheal C., HENDERSON, Glenn V., MISHRA, Chandra S., "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value", **Review of Financial Economics**, Vol: 7, No: 1, 1998, s: 1-19.

MCCONNELL, J., SARVAES, H., "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", **Journal of Financial Economics**, Vol: 39, 1995, s: 131-157.

MCCONNELL, J., SERVAES, H., "Additional evidence on equity ownership and corporate value", **Journal of Financial Economics**, Vol: 27 (2), 1990, 595-612.

MCCONNELL, J., SERVAES, H., "Additional evidence on equity ownership and corporate value", **Journal of Financial Economics**, Vol: 27 (2), 1990, s: 595–612.

MEHRAN, H., "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 27, 1992, s: 539-560.

MEHRAN, H., TAGGART, R. A., YERMACK, D., "CEO Ownership, Leasing, and Debt Financing", **Financial Management**, Vol: 28, No: 2, 1999, s: 5-14.

MILLER, M. H., ROCK, K., "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, Vol: 40, No: 4, 1985, s: 1031-1051.

MILLER, M., "Debt and Taxes", **Journal of Finance**, Vol: 32, 1977, s: 261–275.

MISHRA, Chandra S., RANDOY, Trond, JENSSEN, Jan Inge, "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", Journal **of International Financial Management and Accounting**, Vol: 12, No: 3, 2001, s: 235-259.

MISHRA, Chandra, S., McCOAUGHY, Daniel L., "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and The Aversion to Debt", **Entrepreneurship Theory and Practice**, 1999, s: 53-64.

MODIGLIANI, F., MILLER, M., "The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment", **The American Economic Review**, Vol: 48, No: 3, 1958, s: 261–297.

MODIGLIANI, Franco, "MM-Past, Present, Future", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol: 2, No: 4, 1988, s: 145-158.

MORCK, Randall, SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol: 20, 1988, s: 293-315.

MUDAMBI, R., NICOSIA, C., "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry", **Applied Financial Economics**, Vol: 8 (2), 1998, s: 175-180.

MYERS, S. C., "Capital Structure", **The Journal of Economic Perspective**, Vol: 15, No: 2, 2001, s: 81-102.

MYERS, S., "Determinants of corporate borrowing", **Journal of Financial Economics**, , Vol: 5, No: 2, 1977, s: 147-175.

MYERS, S., "The Capital Structure Puzzle", **Journal of Finance**, Vol: 39, No: 3, 1984, s: 575-592.

MYERS, S., MAJLUF, N., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that do not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol: 13, 1984, s: 187-221.

NARAYANAN, M. P., "Debt Versus Equity under Asymmetric Information", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 23, No: 1, 1988, s: 39-51.

ØDEGAARD, B. A., "Price Differences Between Equity Classes. Corporate Control, Foreign Ownership or Liquidity?", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 31, 2007, s: 3621–3645.

OKUR, S., "Şirket Değer Tespit Metotlarından İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pratikte Uygulaması", **Active Bankacılık ve Finans**, No: 21, 2001.

OMRAN, Mohammed, "Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The Effect of Post-Privatization Ownership Structure on Firm Performance", **Multinational Finance Journal**, Vol: 8, 2004, s: 73-114.

OPLER, T. C., TITMAN, S., "Financial Distess and Corporate Performance", **The Journal of Finance**, Vol: 49, No: 3, 1994, s: 1015-1040.

ORHANGAZİ, Ö., "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector", **Cambridge Journal of Economics**, Vol: 32 (6), 2008, s: 863–886.

ORTIN-ANGEL Pedro, PRIOR Diego, "Accounting Turnover Ratios and Cash Conversion Cycle", **Problems and Respective of Management**, No: 1/2004, 2004.

OSWALD S., JAHERA J., "The Influnce of Ownership on performance: An Empirical Study", **Strategic Management Journal**, Vol: 12, No: 4, 1991.

PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., "Why Do Companies Go Public?An Empirical Analysis", **The Journal of Finance**, Vol: 53, No: 1, 1998.

PATIBANDLA, Murali, “Equitiy Pattern, Corporate Governance and Performance: A Study of India’s Corporate Sector”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol: 59, 2006, s: 29–44.

PEDERSEN, Torben. THOMSEN, Steen, "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study", **Journal of International Business Studies**, Vol: 28, 1997, s: 759–778.

PERVAIZ, K., KWANG, A., MOHAMMED, K. L. Z., “Measurement Practice for Knowledge Manegement”, **Journal of Workplace Learning**: Employee Courselling Today, Vol: 2, No: 8, MCB University Pres, 1999.

PHAM, P.K., KALEV, P. S., STEEN, A. B., “Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms”, **Journal of Banking & Finance**, Vol: 27, 2003, s: 919–947.

PINEGAR, M., WILBRICHT, L., “What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey”, **Financial Management**, Vol: 18, No: 4, 1989, s: 82-91.

PINKOWITZ, Lee, WILLIAMSON, Rohan, “Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan”, **Review of Financial Studies**, 2001.

PUSHNER, G. M., "Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol: 3, 1995, s: 241-255.

RAAD, E., RYAN, R., "Capital Structure and Ownership Distribution of Tender Offer Targets: An Empirical Study", **Financial Management**, Vol: 24, No: 1, 1995, s: 46-56.

RAJAN, R., ZINGALES, L., "What do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", **Journal of Finance**, Vol: 5, 1995, s: 1421–1460.

ROSS, S. A., "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", **The Bell Journal of Economics**, Vol: 8, No:1, 1977, s: 23-40.

ROSS, S., "The Arbitraj Theory of Capital Asset Pricing", **Journal of Economic Theory**, Vol: 13, No: 3, 1976.

SARNO, L., TAYLOR, T., "Real exchange rates under the current float: Unequivocal evidence of mean reversion", **Economics Letters**, Vol: 60, 1998, s: 131–137.

SCHWARTZ, Eli, "Theory of Capital Structure of The Firm", **The Journal of Finance**, Vol: 14, No: 1, 1959, s: 18-39.

SHARPE, W. F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", **The Journal of Finance**, Vol: 18, No: 3, 1964.

SHEHZAD, C. T., de HAAN, J., SCHOLTENS, B., "The Impact of Bank Ownership Concentration on Impaired Loans and Capital Adequacy", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 34, 2010, s: 399–408.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Vol: 52, No: 2, 1997, s: 737-783.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, Vol: 94, 1986, s: 461-488.

SHORT, H., "Ownership, Control, Financial Structure and Performance of Firms", **Journal of Economic Surveys**, Vol: 8, 1994, s: 209-249.

SHYAM-SANDER, L., MYERS, S.C., "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure", **Journal of Financial Economics**, Vol: 51, 1999, s: 219-244.

SMITH, A.J., "Corporate Ownership Structure and Performance, Managerial Ownership and the Size Effect", **Journal of Portfolio Management**, Vol: 16, 1996, s: 33-39.

SMITH, Brain F., AMOAKO-ADU, Ben, KALIMIPALLI, Madhu, "Concentrated Control: A Comparitive Analysis of Single and Dual Class Strucutures on Corporate Value", **Applied Financial Economics**, Vol: 19 (12), 2009, s: 955 – 974.

SMITH, C. W., "Alternative Methods for Raising Capital: Right Vs Underwritten Offerings", **The Journal of Financial Economics**, Vol: 5, 1977, s: 273-307.

STIGLITZ, Joseph E., WEISS, Andrew, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, Vol: 71, 1981, s: 393-409.

STULZ, R., "Managerial Control of Voting Rights", **Journal of Financial Economics**, Vol: 20, 1988, s: 25-59.

STULZ, Rene, M., "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **Journal of Financial Economics**, Vol: 26, No: 1, 1990, s: 3-27.

SUN, Qian, TONG, Wilson H.S., TONG, Jing, "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol: 29 (1-2) , 2002, s: 1-27.

TAGGART, R. A., "A Model of Corporate Financing Decisions", **The Journal of Finance**, Vol: 32, No: 5, 1977, s: 1467-1484.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T., "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", **Strategic Management Journal**, Vol: 21, No: 6, 2000, s: 689-705.

TITMAN, S., "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision", **The Journal of Financial Economics**, Vol: 13, 1984, s: 137-151.

WANG, C., "Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 29, 2005, s: 1835–1856.

WARNER, J., "Bankruptcy Costs: Some Evidence", **Journal of Finance**, Vol: 32, 1977, s: 337-348.

WELCH, Ivo, "Capital Structure and Stock Returns", **Journal of Political Economy**, No: 112, 2004, s.106–131.

WESTHEAD, Paul, HOWORTH, Carole, COWLING, Marc, "Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms", **Entrepreneurship & Regional Development**, Vol: 14, 2002, s: 247–269.

YUAN, R., XIAO, J. Z., ZOU, H., "Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China", **Journal of Banking & Finance**, Vol: 32, 2008, s: 1552–1565.

YÜKSEL, Hilmi, "Performans Ölçüm Sistemlerini Tasarımında Dikkate Alınması Gereken Faktörlerin Değerlendirilmesi", **Kara Harp Okulu Bilim Dergisi**, Cilt: 2, 2003, s: 85-98.

ZEITLIN, M., "Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the capital Class", **American Journal of Sociology**, Vol: 79, 1974, s: 1073-1119.

ZHOU, X., "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the link Between Ownership and Performance: Comment", **Journal of Financial Economics**, Vol: 62, 2001, s: 559–571.

ZWIEBEL, J., "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment", **The American Economic Review**, Vol: 86, 1996, s: 1197-1215.

C. DİĞER KAYNAKLAR

ALTMAN Edward I., "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting Z Score and Zeta Models", **Working Paper**, 2000.

ATLI, Hakan, "Aile Şirketlerinde Genç Neslin Kurumsallaşmaya Bakış Açısı Üzerine Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir, 2007.

BARRY, Christopher, MANN, Steven, MIHOV, Vassil,T., RODRIGUEZ, Mauricio, "Interest Rates and The Timing of Corporate Debt Issues", **Texas Christian University Working Paper**, 2005,

BELKAYALI, N., "Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (SBE), Ankara 2004.

BOND Stephen, KLEMM Alexander, NEWTON-SMITH Rain, SYED Murtaza, VLIEGHE Gertjan, "The Roles of Expected Profitability, Tobin's Q and Cash Flow in Econometric Models of Company Investment", **Working Paper**, 2003.

BURCA, Nazif, "Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi", Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara, 2008.

BÜYÜKDERELİ, M., "İMKB'de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi SBE, 2007.

BÜYÜKTORTOP, Müge, "Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara, 2007.

COURDEC Nicolas, "Corporate Cash Holdings: Financial Determinants and Corporate Governance", **Working Paper**, 2004.

DEMİR, A. Y. "Firma Değerinin Bulunması ve İskonto Edilmis Nakit Akımı Değerleme Modeline Göre İMKB'deki Sanayi Firmaları Üzerinde Uygulanması", Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi SBE, İstanbul, 2004.

DOKUR, İsmail, "Bankacılık Krizleri ve Asimetrik Bilgi Sorunu: Teori ve Türkiye Üzerine Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Kayseri, 2005.

DOORNIK, J.A., HANSEN, H., "An Omnibus Test for Univariate and Multivariate Normality", **Working Paper**, 1994.

DRIFFIELD Summary, N., MAHAMBRE, V., PAL, S., "How Does Ownership Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia", Centre for Economic Development & Institutions Brunel University West London, **Working Paper**, No: 07-04, , 2007.

DÜZER, M., "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İliskisi, İMKB'de Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi, SBE, Sakarya, 2008.

FAULKENDER, Michael, "Cash Holdings Among Small Business", **Working Paper**, 2004.

GÜNEY, Yılmaz, ÖZKAN, Aydın, ÖZKAN, Neslihan, "Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings", **Working Paper**, 2003.

GÜVENÇER, Ü. C., "Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE, Bursa, 2008

HUANG, R., RITTER, J.R., "Testing the Market Timing Theory of Capital Structure", **Working Paper**, 2005.

IM, K., PESARAN, M., SHIN, Y., "Testing for unit roots in heterogeneous panels", Mimeo, Department of Applied Economics, University of Cambridge, **Working Paper**, 1997.

İÇERLİ, M. Y., "Işletmelerin Sermaye Yapıları ve Sabit Sermaye Yatırım Politikalarının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992)", Yüksek Lisans Tezi, Konya Selçuk Üniversitesi SBE, 1995.

KABAKÇI, Yurdagül, "Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi" Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir, 2007.

KIRCHMAIER, T., GRANT, J., "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe", **CEP Discussion Paper**, No: 0631, 2006.

LICHTENBERG, F., PUSHNER, G., "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", **NBER Working Papers Series**, Working Paper No: 4092, 1992.

LIU, L., "Do Firms Have Target Leverage Ratios? Evidence from Historical Market-to-book and Past Returns", , **Working Paper**, Hong Kong University of Science & Technology, 2004.

MORCK, Randall, PERCY, Micheal, TIAN, Gloria, YEUNG, Bernard, "The Rise and Fall of The Widely Held Firm in Canada", **NBER Working Papers**, 2003.

MUSTAKALLIO, Mikko A., "Contractual and Relational Governance In Family Firms: Effects on Strategic Decision-Making Quality and Firm Performance", Doctoral Dissertations: Helsinki University of Techology Institute of Strategy and International Business, 2002.

PEROTTI, Enrico, "State Ownership: A Residual Role?", **World Bank Research Paper**, No: 3407, 2004.

ROBERTS, M. R., "The Dynamics of Capital Structure: An Empirical Analysis of Partially Observable System", **Fuqua School of Business Working Paper**, 2002.

SAKINÇ, İlker, "Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi", Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara, 2008.

SCHUMANN, Dirk, "Buddenbrooks Revisited: The firm and the entreprenerurial family in Germany during the nineteenth and early twentieth centuries", Authority and Control in Modern Industry: Theoretical and Empirical Perspectives, der. Paul M. Robertson, London, UK: Routledge, 1999.

SEVİNÇ, Ahmet, "Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi SBE, İstanbul, 2008.

WANZENRIED, G., "Capital Structure Dynamics in UK and Continental Europe", **Working Paper**, University of Bern Institute of Ecomomics, 2002.

YILDIZ, F., "Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi SBE, Kayseri, 2006.

EKLER

Ek-1: Birim Kök Testi Sonuçları

Panel unit root test: Summary
Series: BORC
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-13.9779	0.0000	172	1434
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.45245	0.0732	172	1434
ADF - Fisher Chi-square	392.410	0.0367	172	1434
PP - Fisher Chi-square	449.658	0.0001	172	1625

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: BUYUK1
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-41.4275	0.0000	99	495
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-800.436	0.0000	91	455
ADF - Fisher Chi-square	245.607	0.0012	91	455
PP - Fisher Chi-square	233.633	0.0059	91	546

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: BUYUK2
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-332.571	0.0000	100	500
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5528.39	0.0000	95	475
ADF - Fisher Chi-square	229.566	0.0263	95	475
PP - Fisher Chi-square	248.391	0.0028	95	570

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: HALK
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-205.442	0.0000	167	1445
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-46.9050	0.0000	161	1395
ADF - Fisher Chi-square	395.933	0.0031	161	1395
PP - Fisher Chi-square	505.282	0.0000	161	1556

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: HALKDEG
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-297.277	0.0000	159	1228
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-38.9200	0.0000	158	1220
ADF - Fisher Chi-square	683.668	0.0000	158	1220
PP - Fisher Chi-square	1152.13	0.0000	158	1378

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: KAR
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.37285	0.0000	172	1445
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.69457	0.0451	172	1445
ADF - Fisher Chi-square	439.962	0.0003	172	1445
PP - Fisher Chi-square	687.368	0.0000	172	1635

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: MODV
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-6.70808	0.0000	172	1445
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.90333	0.8168	172	1445
ADF - Fisher Chi-square	332.759	0.6583	172	1445
PP - Fisher Chi-square	422.208	0.0025	172	1635

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: PD_DD
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-31.4196	0.0000	166	1377
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.5459	0.0000	166	1377
ADF - Fisher Chi-square	751.454	0.0000	166	1377
PP - Fisher Chi-square	828.040	0.0000	166	1559

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: PIYDEG
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-14872.2	0.0000	169	1459
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-892.811	0.0000	169	1459
ADF - Fisher Chi-square	193.878	1.0000	169	1459
PP - Fisher Chi-square	428.245	0.0006	169	1628

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: PIYDEGLN
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2294.07	0.0000	169	1459
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-150.215	0.0000	169	1459
ADF - Fisher Chi-square	265.279	0.9987	169	1459
PP - Fisher Chi-square	845.164	0.0000	169	1628

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: TOPLAMAKTIF
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-16.4970	0.0000	172	1445
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	9.52549	1.0000	172	1445
ADF - Fisher Chi-square	185.956	1.0000	172	1445
PP - Fisher Chi-square	176.169	1.0000	172	1635

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: TOPLAMAKTIFLN
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-38.5364	0.0000	172	1445
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.24437	0.0000	172	1445
ADF - Fisher Chi-square	552.819	0.0000	172	1445
PP - Fisher Chi-square	1340.66	0.0000	172	1635

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Ek-2: 1. Denklem Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: BORC
Method: Panel Least Squares
Total panel (unbalanced) observations: 1108

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	0.002734	0.001271	2.151296	0.0317
BUYUK2	0.001368	0.001419	0.964578	0.3350
HALKDEG	-0.065313	0.010756	-6.072179	0.0000
KAR	-0.303418	0.052576	-5.770991	0.0000
MODV	-0.110133	0.070453	-1.563217	0.1183
TOPLAMAKTIFLN	-0.076682	0.013578	-5.647654	0.0000
C	2.176193	0.256624	8.480093	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.805598	Mean dependent var	0.556629
Adjusted R-squared	0.767558	S.D. dependent var	0.565822
S.E. of regression	0.272796	Akaike info criterion	0.389014
Sum squared resid	68.83615	Schwarz criterion	1.212602
Log likelihood	-33.31914	Hannan-Quinn criter.	0.700486
F-statistic	21.17774	Durbin-Watson stat	1.556549
Prob(F-statistic)	0.000000		

```
. xtreg BORC BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG KAR MODV AKTIFLN, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1108
Group variable: id                              Number of groups   =       176

R-sq:  within  = 0.1141                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0038                                        avg =       6.3
       overall = 0.0265                                        max =         7

                                                F(6,926)           =     19.87
corr(u_i, Xb)  = -0.1186                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
        BORC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
      BUYUK1 |   .0027274   .0012698     2.15   0.032    -.0052195    .0002354
      BUYUK2 |   .0013557   .0014166     0.96   0.339    -.0014244    .0041359
     HALKDEG |  -.0652892     .01075    -6.07   0.000    -.0863864   -.0441919
         KAR |  -.3034136   .0525492    -5.77   0.000    -.4065429   -.2002844
        MODV |  -.1098785   .0704055    -1.56   0.119    -.2480514    .0282943
     AKTIFLN |  -.0766818   .0135706    -5.65   0.000    -.1033146    -.050049
       _cons |   2.175822   .2564759     8.48   0.000     1.672481    2.679164
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .57131741
     sigma_e |  .27265506
         rho |  .81449326   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(175, 926) =    20.69                 Prob > F = 0.0000
```

Ek-3: 2. Denklem Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: BORC
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	0.002105	0.001088	1.935627	0.0532
BUYUK2	0.001109	0.001307	0.848160	0.3965
HALKDEG	-0.061551	0.010706	-5.749339	0.0000
KAR	-0.276979	0.051923	-5.334452	0.0000
MODV	-0.113514	0.066105	-1.717177	0.0862
TOPLAMAKTIFLN	-0.075749	0.012122	-6.248667	0.0000
C	2.157065	0.232928	9.260648	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.463868	0.7430
Idiosyncratic random	0.272796	0.2570

Weighted Statistics

R-squared	0.090389	Mean dependent var	0.127991
Adjusted R-squared	0.085428	S.D. dependent var	0.295731
S.E. of regression	0.280733	Sum squared resid	86.69236
F-statistic	18.21814	Durbin-Watson stat	1.230489
Prob(F-statistic)	0.000000		

```
. xtreg BORC BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG KAR MODV AKTIFLN, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1108
Group variable: id                              Number of groups   =       176

R-sq:  within  = 0.1138                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0048                                        avg =       6.3
       overall = 0.0286                                        max =         7

Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(6)       =    113.98
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =    0.0000
```

BORC	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	.0022055	.0011259	1.96	0.050	-.0044122	1.13e-06
BUYUK2	.0011412	.0013363	0.85	0.393	-.0014779	.0037604
HALKDEG	-.0622402	.0108144	-5.76	0.000	-.083436	-.0410443
KAR	-.2809132	.0525177	-5.35	0.000	-.3838461	-.1779804
MODV	-.1123915	.067462	-1.67	0.096	-.2446147	.0198316
AKTIFLN	-.0759248	.0124731	-6.09	0.000	-.1003716	-.051478
_cons	2.165554	.2398977	9.03	0.000	1.695364	2.635745
sigma_u	.51681394					
sigma_e	.27265506					
rho	.78227115	(fraction of variance due to u_i)				

Ek-4: 3. Denklem Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: PIYDEGLN
Method: Panel Least Squares
Total panel (unbalanced) observations: 1113

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	-0.008429	0.002715	-3.104578	0.0020
BUYUK2	-0.003215	0.003024	-1.063050	0.2880
HALKDEG	0.048163	0.022978	2.096021	0.0364
MODV	0.402605	0.150268	2.679245	0.0075
TOPLAMAKTIFLN	0.380777	0.028948	13.15366	0.0000
KAR	0.160636	0.110923	1.448169	0.1479
C	3.463796	0.547342	6.328395	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.887894	Mean dependent var	11.15403
Adjusted R-squared	0.866075	S.D. dependent var	1.592324
S.E. of regression	0.582722	Akaike info criterion	1.906395
Sum squared resid	315.7956	Schwarz criterion	2.727018
Log likelihood	-877.9555	Hannan-Quinn criter.	2.216677
F-statistic	40.69453	Durbin-Watson stat	1.429809
Prob(F-statistic)	0.000000		

```
. xtreg PIYDEGLN BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG MODV AKTIFLN KAR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1113
Group variable: id                              Number of groups   =       176

R-sq:  within  = 0.1878                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6876                                        avg =       6.3
       overall = 0.6166                                        max =         7

                                                F(6,931)           =     35.88
corr(u_i, Xb)  = 0.6218                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
    PIYDEGLN |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
      BUYUK1 |  -.0083782   .0027137    -3.09   0.002    -.0136926   -.0030638
      BUYUK2 |  -.0031163   .0030209    -1.03   0.303    -.0090449    .0028124
     HALKDEG |   .0479797   .0229727     2.09   0.037     .0028955    .0930639
        MODV |   .4004189   .1502148     2.67   0.008     .1056199    .6952178
     AKTIFLN |   .3807817   .0289428    13.16   0.000      .323981    .4375823
         KAR |   .1605497   .1109021     1.45   0.148    -.0570973    .3781967
       _cons |   3.463947   .5472037     6.33   0.000     2.390051    4.537843
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.1348624
     sigma_e |  .58260971
         rho |  .79141871   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(175, 931) =    11.03                 Prob > F = 0.0000
```

Ek-5: 4. Denklem Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: PIYDEGLN
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	-0.006234	0.002006	-3.108179	0.0019
BUYUK2	-0.004917	0.002562	-1.919113	0.0552
HALKDEG	0.041474	0.022745	1.823424	0.0685
MODV	0.359997	0.131508	2.737448	0.0063
TOPLAMAKTIFLN	0.592805	0.023039	25.73042	0.0000
KAR	0.300189	0.108218	2.773920	0.0056
C	-0.340245	0.443439	-0.767287	0.4431

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.629658	0.5387
Idiosyncratic random	0.582722	0.4613

Weighted Statistics

R-squared	0.352963	Mean dependent var	3.800415
Adjusted R-squared	0.349450	S.D. dependent var	0.824155
S.E. of regression	0.635030	Sum squared resid	445.6063
F-statistic	100.4642	Durbin-Watson stat	1.223872
Prob(F-statistic)	0.000000		

```
. xtreg PIYDEGLN BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG MODV AKTIFLN KAR, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1113
Group variable: id                              Number of groups   =       176

R-sq:  within  = 0.1848                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7121                                        avg =       6.3
       overall = 0.6446                                        max =         7

Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(6)       =    501.92
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
    PIYDEGLN |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
      BUYUK1 |  -.006603   .0022612    -2.92   0.003    -.0021712    .0110349
      BUYUK2 |  -.0046728  .0027986    -1.67   0.095     -.010158    .0008124
     HALKDEG |   .0426285  .0239025     1.78   0.075    -.0042195    .0894766
       MODV  |   .3687011  .1428604     2.58   0.010        .0887    .6487023
     AKTIFLN |   .5468583  .0255983    21.36   0.000     .4966866     .59703
         KAR |   .2643114  .1141222     2.32   0.021     .0406361    .4879868
       _cons |   .4810247  .4920449     0.98   0.328    -.4833657    1.445415
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .76989903
     sigma_e |  .58260971
         rho |  .63587012   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
```

Ek-6: 1. ve 2. Denklemler Hausman Testi Sonuçları

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	36.790098	6	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BUYUK1	0.002734	0.002105	0.000000	0.3389
BUYUK2	0.001368	0.001109	0.000000	0.6376
HALKDEG	-0.065313	-0.061551	0.000001	0.0003
KAR	-0.303418	-0.276979	0.000068	0.0014
MODV	-0.110133	-0.113514	0.000594	0.8897
TOPLAMAKTIFLN	-0.076682	-0.075749	0.000037	0.8787

Ek-7: 3. ve 4. Denklemler Hausman Testi Sonuçları

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	168.573868	6	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BUYUK1	-0.008429	-0.006234	0.000003	0.2304
BUYUK2	-0.003215	-0.004917	0.000003	0.2895
HALKDEG	0.048163	0.041474	0.000011	0.0406
MODV	0.402605	0.359997	0.005286	0.5579
TOPLAMAKTIFLN	0.380777	0.592805	0.000307	0.0000
KAR	0.160636	0.300189	0.000593	0.0000

Ek-8: 1. ve 2. Denklem için Durbin Watson ve LBI Testi Sonuçları

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =       932
Group variable: id                              Number of groups   =       170

R-sq:  within  = 0.2109                         Obs per group: min =         2
       between = 0.0980                                        avg =       5.5
       overall = 0.1075                                        max =         6

                                                F(6,756)           =     33.68
corr(u_i, Xb)  = 0.0990                         Prob > F           =    0.0000
```

BORC	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	.0010601	.0012514	0.85	0.397	-.0035167	.0013964
BUYUK2	.0008397	.0012535	0.67	0.503	-.001621	.0033004
HALKDEG	-.010149	.0078253	-1.30	0.195	-.0255109	.005213
KAR	-.6126287	.0439923	-13.93	0.000	-.6989903	-.5262671
MODV	-.0573597	.0627986	-0.91	0.361	-.18064	.0659206
AKTIFLN	-.0029544	.0098677	-0.30	0.765	-.0223256	.0164169
_cons	.6507935	.1073201	6.06	0.000	.4401126	.8614743
rho_ar	.4135973					
sigma_u	.50981644					
sigma_e	.22534445					
rho_fov	.83655849	(fraction of variance because of u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(169,756) =     6.25                 Prob > F = 0.0000
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.285909
Baltagi-Wu LBI = 1.8512242
```

```
RE GLS regression with AR(1) disturbances       Number of obs      =       1108
Group variable: id                              Number of groups   =        176

R-sq:  within  = 0.0989                         Obs per group: min =          1
       between = 0.0072                                        avg =        6.3
       overall = 0.0323                                        max =          7

                                                Wald chi2(7)       =      88.65
corr(u_i, Xb)  = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =     0.0000
```

theta				
min	5%	median	95%	max
0.4829	0.6526	0.6923	0.6923	0.6923

BORC	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	.0022893	.0011744	1.95	0.051	-.004591	.0000124
BUYUK2	.0010521	.0013283	0.79	0.428	-.0015513	.0036556
HALKDEG	-.0206638	.0093282	-2.22	0.027	-.0389468	-.0023808
KAR	-.3077943	.0487714	-6.31	0.000	-.4033845	-.2122042
MODV	-.0919054	.0656727	-1.40	0.162	-.2206215	.0368108
AKTIFLN	-.0752824	.0128314	-5.87	0.000	-.1004315	-.0501333
_cons	2.156513	.2495537	8.64	0.000	1.667396	2.645629
rho_ar	.4135973	(estimated autocorrelation coefficient)				
sigma_u	.49187719					
sigma_e	.27053238					
rho_fov	.76775442	(fraction of variance due to u_i)				

```
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.285909
Baltagi-Wu LBI = 1.8512242
```

Ek-9: 3. ve 4. Denklem için Durbin Watson ve LBI Testi Sonuçları

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =       937
Group variable: id                              Number of groups   =       170

R-sq:  within  = 0.2651                         Obs per group: min =         2
       between = 0.6350                                        avg =       5.5
       overall = 0.5319                                        max =         6

                                                F(6,761)           =     45.75
corr(u_i, Xb)  = 0.5410                         Prob > F           =    0.0000
```

PIYDEGLN	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	-.0153484	.0031553	-4.86	0.000	.0091543	.0215424
BUYUK2	-.0020725	.0031089	-0.67	0.505	-.0040305	.0081754
HALKDEG	.0175365	.0189928	0.92	0.356	-.019748	.0548211
AKTIFLN	.3251104	.0251181	12.94	0.000	.2758014	.3744195
MODV	.1407666	.1544669	0.91	0.362	-.1624653	.4439985
KAR	.5015497	.1074783	4.67	0.000	.2905605	.7125389
_cons	4.273754	.2390047	17.88	0.000	3.804567	4.742941
rho_ar	.49502846					
sigma_u	1.135205					
sigma_e	.56935803					
rho_fov	.79900997	(fraction of variance because of u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(169,761) =     3.91                 Prob > F = 0.0000
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.1919634
Baltagi-Wu LBI = 1.6637603
```

```
RE GLS regression with AR(1) disturbances       Number of obs      =      1113
Group variable: id                              Number of groups   =       176

R-sq:  within  = 0.1816                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7152                                        avg =       6.3
       overall = 0.6472                                        max =         7

                                                Wald chi2(7)       =    365.18
corr(u_i, Xb)      = 0 (assumed)                Prob > chi2        =    0.0000
```

theta				
min	5%	median	95%	max
0.2609	0.4180	0.4665	0.4665	0.4665

PIYDEGLN	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	-.0056689	.0023018	-2.46	0.014	.0011574	.0101803
BUYUK2	-.0044634	.0027569	-1.62	0.105	-.009867	.0009401
HALKDEG	.0252822	.0202787	1.25	0.212	-.0144634	.0650277
AKTIFLN	.4746967	.025951	18.29	0.000	.4238337	.5255597
MODV	.2018918	.1383909	1.46	0.145	-.0693494	.4731331
KAR	.3548115	.1060114	3.35	0.001	.147033	.56259
_cons	1.871756	.5048119	3.71	0.000	.8823431	2.861169
rho_ar	.49502846	(estimated autocorrelation coefficient)				
sigma_u	.66447411					
sigma_e	.63356448					
rho_fov	.52379907	(fraction of variance due to u_i)				

```
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.1919634
Baltagi-Wu LBI = 1.6637603
```

Ek-10: 2. Denklem için Artık Testi Sonuçları

Dependent Variable: RESID01
Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	0.094698	0.028852	3.282219	0.0011

R-squared	0.004983	Mean dependent var	-0.017852
Adjusted R-squared	0.004983	S.D. dependent var	0.215842
S.E. of regression	0.215303	Akaike info criterion	-0.232436
Sum squared resid	41.99811	Schwarz criterion	-0.227132
Log likelihood	106.4096	Hannan-Quinn criter.	-0.230411
Durbin-Watson stat	1.500823		

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	20.61214	906	0.0000
F-statistic	424.8603	(1, 906)	0.0000
Chi-square	424.8603	1	0.0000

Null Hypothesis: C(1)=-0.5
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
0.5 + C(1)	0.594698	0.028852

Restrictions are linear in coefficients.

Ek-11: 4. Denklem için Artık Testi Sonuçları

Dependent Variable: RESID03
Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID03(-1)	0.217277	0.032187	6.750361	0.0000

R-squared	0.028555	Mean dependent var	0.071367
Adjusted R-squared	0.028555	S.D. dependent var	0.505805
S.E. of regression	0.498531	Akaike info criterion	1.446792
Sum squared resid	226.9108	Schwarz criterion	1.452063
Log likelihood	-660.1838	Hannan-Quinn criter.	1.448804
Durbin-Watson stat	1.823870		

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-8.783639	913	0.0000
F-statistic	77.15232	(1, 913)	0.0000
Chi-square	77.15232	1	0.0000

Null Hypothesis: C(1)=0.5
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
-0.5 + C(1)	-0.282723	0.032187

Restrictions are linear in coefficients.

Ek-12: 3. Denklem Nihai Çözüm

White Periyot Standart Hatası Kovaryans Yöntemi Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: BORC
Method: Panel Least Squares
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	0.002734	0.001763	1.551019	0.1212
BUYUK2	0.001368	0.002110	0.648617	0.5167
HALKDEG	-0.065313	0.026264	-2.486821	0.0131
KAR	-0.303418	0.242583	-1.250776	0.2113
MODV	-0.110133	0.137703	-0.799789	0.4240
TOPLAMAKTIFDEG	-0.076682	0.039015	-1.965425	0.0497
C	2.176193	0.687410	3.165786	0.0016

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.805598	Mean dependent var	0.556629
Adjusted R-squared	0.767558	S.D. dependent var	0.565822
S.E. of regression	0.272796	Akaike info criterion	0.389014
Sum squared resid	68.83615	Schwarz criterion	1.212602
Log likelihood	-33.31914	Hannan-Quinn criter.	0.700486
F-statistic	21.17774	Durbin-Watson stat	1.556549
Prob(F-statistic)	0.000000		

Ek-13: 4. Denklem Nihai Çözüm

White Periyot Standart Hatası Kovaryans Yöntemi Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: PIYDEGLN
Method: Panel Least Squares
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BUYUK1	-0.008429	0.003505	-2.404934	0.0164
BUYUK2	-0.003215	0.003989	-0.805842	0.4205
HALKDEG	0.048163	0.016168	2.978894	0.0030
MODV	0.402605	0.183228	2.197285	0.0282
TOPLAMAKTIFLN	0.380777	0.100887	3.774281	0.0002
KAR	0.160636	0.168261	0.954681	0.3400
C	3.463796	1.800119	1.924204	0.0546

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.887894	Mean dependent var	11.15403
Adjusted R-squared	0.866075	S.D. dependent var	1.592324
S.E. of regression	0.582722	Akaike info criterion	1.906395
Sum squared resid	315.7956	Schwarz criterion	2.727018
Log likelihood	-877.9555	Hannan-Quinn criter.	2.216677
F-statistic	40.69453	Durbin-Watson stat	1.429809
Prob(F-statistic)	0.000000		

Ek-14: 1. ve 2. Denklem için Değişen Varyans Analizi Sonuçları

```
. xtgls BORC BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG KAR MODV AKTIFLN, igls
Iteration 1: tolerance = 0

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients:  generalized least squares
Panels:        homoskedastic
Correlation:   no autocorrelation

Estimated covariances      =         1          Number of obs      =      1108
Estimated autocorrelations =         0          Number of groups   =       176
Estimated coefficients     =         7          Obs per group: min =         1
                                                               avg =  6.295455
                                                               max =         7
                                                Wald chi2(6)       =     52.73
Log likelihood             = -914.4621          Prob > chi2        =    0.0000
```

BORC	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	.0005331	.0009178	0.58	0.561	-.0012657	.002332
BUYUK2	-.0006972	.0014376	-0.48	0.628	-.0035149	.0021205
HALKDEG	.0055469	.020271	0.27	0.784	-.0341834	.0452773
KAR	-.3012384	.0939166	-3.21	0.001	-.4853115	-.1171652
MODV	-.2055386	.0768541	-2.67	0.007	-.3561698	-.0549074
AKTIFLN	-.0618084	.0114052	-5.42	0.000	-.0841621	-.0394547
_cons	1.818206	.2226657	8.17	0.000	1.381789	2.254623

Ek-15: 3. ve 4. Denklem için Değişen Varyans Analizi Sonuçları

```
. xtgls PIYDEGLN BUYUK1 BUYUK2 HALKDEG KAR MODV AKTIFLN, igls
Iteration 1: tolerance = 1.089e-13

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients:  generalized least squares
Panels:        homoskedastic
Correlation:   no autocorrelation

Estimated covariances      =         1          Number of obs      =      1113
Estimated autocorrelations =         0          Number of groups   =       176
Estimated coefficients     =         7          Obs per group: min =         1
                                                               avg =  6.323864
                                                               max =         7
                                                Wald chi2(6)       =   2117.96
Log likelihood             = -1503.525          Prob > chi2        =    0.0000
```

PIYDEGLN	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
BUYUK1	.0042137	.0015483	2.72	0.006	.0011791	.0072482
BUYUK2	-.0030242	.0024209	-1.25	0.212	-.007769	.0017207
HALKDEG	.0510404	.0342891	1.49	0.137	-.016165	.1182458
KAR	.8417598	.1574382	5.35	0.000	.5331866	1.150333
MODV	.2998097	.1298556	2.31	0.021	.0452974	.5543219
AKTIFLN	.861724	.0192593	44.74	0.000	.8239764	.8994715
_cons	-5.261383	.3763027	-13.98	0.000	-5.998923	-4.523844

Ek-16: Modelde Kullanılan İşletmelerin İsimleri

ABANA ELEKTİRİK	BRİSA	EDİP İPLİK
ADANA ÇİMENTO	BİRLİK MENSUCAT	EGE ENDÜSTRİ
ANADOLU EFES	BORUSAN MANNESMANN	EGE GÜBRE
AFYON ÇİMENTO	BATISÖKE ÇİMENTO	EGESER GİYİM
AKAL TEKSTİL	BATI ÇİMENTO	EGE PROFİL
AKÇANSA	BURSA ÇİMENTO	EGE SERAMİK
AKSU İPLİK	BURÇELİK	EMEK ELEKTRİK
AKSA	BOYASAN TEKSTİL	EMİNİŞ AMBALAJ
ALARKO CARRIER	ÇBS BOYA	EGEPLAST
ALKİM KAĞIT	ÇELİK HALAT	ERBOSAN
ALKİM KİMYA	ÇEMTAŞ	EREĞLİ DEMİR CELİK
ALTINYILDIZ	CEYLAN GİYİM	ERSU GIDA
ALTINYAĞ	ÇİMSA	ESEM SPOR GİYİM
ANADOLU CAM	ÇİMBETON	FENİŞ ALÜMİNYUM
ARAT TEKSTİL	ÇİMENTAŞ	F-M İZMİT PİSTON
ARCELİK	COMPONENTA DÖKÜM	FRİGO PAK GIDA
ARSAN TEKSTİL	CEYTAŞ MADENCİLİK	FORD OTOSAN
ASELSAN	DARDANEL	FAVORİ DİNLENME
ASLAN ÇİMENTO	DENİZLİ CAM	GEDİZ İPLİK
ANADOLU ISUZU	DENTAŞ AMBALAJ	GERSAN ELEKTRİK
AKIN TEKSTİL	DERİMOD	GÖLTAŞ ÇİMENTO
ALTINYUNUS ÇEŞME	DEVA HOLDİNG	GOOD-YEAR
AYGAZ	DİTAŞ DOĞAN	GÜBRE FABRİKALARI
BAGFAŞ AMBALAJ	DEMISAŞ DÖKÜM	HEKTAŞ
BAK AMBALAJ	DOĞAN BURDA	HÜRRİYET GAZETESİ
BANVİT TAVUK	DOĞUSAN	HAZNEDAR REFRAKTER
BERDAN TEKSTİL	DURAN DOĞAN BASIM	İDAŞ
BOSCH FREN	DYO BOYA	İNTEMA
BOLU ÇİMENTO	ECZACIBAŞI İLAÇ	İPEK MATBAACILIK
BOSSA TEKSTİL	ECZACIBAŞI YAPI	IŞIKLAR AMBALAJ

İZMİR DEMİRÇELİK	METEMTEKS	ŞEKER PİLİÇ
İZOCAM	MUTLU AKÜ	SÖKTAŞ
KAPLAMİN	NERGİS HOLDİNG	SİNPAŞ GMYO
KARSAN OTOMOTİV	NET TURİZM	SODA SANAYİİ
KARTONSAN	NUH ÇİMENTO	SÖNMEZ FİLAMENT
KAV DAN.PAZ.TİC.	OKAN TEKSTİL	TAT KONSERVE
KENT GIDA	OLMUKSA	TÜRK TUBORG
KEREVİTAŞ GIDA	OTOKAR	TEK-ART TURİZM
KLİMASAN KLİMA	OYSA ÇİMENTO	TİRE KUTSAN
KONFRUT GIDA	PARSAN	TOFAŞ OTO. FAB.
KONYA ÇİMENTO	PENGUEN GIDA	TURCAS PETROL
KORDSA	PETKİM	TRAKYA CAM
KONİTEKS	PINAR ET VE UN	T.DEMİR DÖKÜM
KOZA MADENCİLİK	PİMAŞ	TUKAŞ
KARDEMİR	PINAR SU	TÜMTEKS
KRİSTAL KOLA	PETROKENT TURİZM	TÜPRAŞ
KARSU TEKSTİL	PINAR SÜT	UKİ KONFEKSİYON
KÜTAHYA PORSELEN	POLYLEN SENTETİK	ÜNAL TARIM
LİO YAĞ	TÜRK PRYSMİAN KABLO	ÜNYE ÇİMENTO
LÜKS KADİFE	PARK ELEKTRİK	UŞAK SERAMİK
MARMARİS ALTINYUNUS	ÇBS PRİNTAŞ	UZEL MAKİNA
MAKİNA TAKIM	PETROL OFİSİ	VAKKO TEKSTİL
MEGES BOYA	RAKS ELEKTRONİK	VANET
MENSA MENSUCAT	RAKS EV ALETLERİ	VESTEL
MERKO GIDA	SABAH GAZETECİLİK	VİKİNG KAĞIT
METEMTUR OTELCİLİK	SANKO PAZARLAMA	YATAŞ
MARTI OTEL	SARKUYSAN	YÜNSA
MENDERES TEKSTİL	ADVANSA SASA	
MARDİN ÇİMENTO	SELÇUK GIDA	
MARSHALL	SİFAŞ	

Ek-17: Modelden Çıkarılan İşletmelerin İsimleri

ACIBADEM SAĞLIK	CUKUROVA ELEKTİRİK	MARTI OTEL
ADEL KALEMCİLİK	DESA DERİ	MUDURNU TAVUK
AFM FİLM	DATAGATE BİLG.	METAŞ
ANADOLU GIDA	DOĞAN GAZETECİLİK	MİGROS
AKÇİMENTO	DOĞUŞ OTOMOTİV	MİLLİYET GAZETE
AK ENERJİ	DURAN DOĞAN BASIM	MİLPA
AKSU ENERJİ	EGE BİRACILIK	MERT GIDA
AKTAŞ ELEKTİRİK	EGS DIŞ TİCARET	NETAŞ TELEKOM.
ALCATEL - TELETAŞ	EMSAN PAS.ÇELİK	PASTAVİLLA
ANADOLU BİRA	EMSAN BEŞYILDIZ	PEG PROFİLO
ANEL TELEKOM	ENKA İNŞAAT	PLASTİKKART
APEKS DIŞ TİCARET	ERCİYAS BİRACILIK	PINAR UN
ARDEM	ESCORT COMPUTER	REYSAŞ LOJİSTİK
ARENA BİLGİSAYAR	FENERBAHÇE	SANKO PAZARLAMA
ARMADA BİLGİSAYAR	GENTAŞ	SELÇUK ECZA DEPOSU
AYEN ENERJİ	GOLDAŞ KUYUMCULUK	SERVE KIRTASİYE
BİM MAĞAZALAR	GORBON IŞIL SERAMİK	SEZGİN GIDA
BISAŞ TEKSTİL	GRUNDİG	SİLVERLİNE
BİRLİKTÜTÜN	GALATASARAY	SÖKSA
BEŞİKTAŞ	GÜMÜŞSUYU HALI	TURKCELL
BOYNER MAĞAZA	GÜNEY BİRACILIK	TÜRK HAVA YOLLARI
BOROVA YAPI	İHLAS EV ALETLERİ	TANSAŞ
BSH EV ALETLERİ	İNDEKS BİLGİSAYAR	TOFAŞ OTO
BUGÜN GAZETESİ	İNTERMEDYA	TOPRAKKAĞIT
BURÇELİK VANA	KAREL ELEKTRONİK	TRABZONSPOR
BAYRAKLI BOYA	TESCO KİPA	TÜRK TELEKOM
CARREFOURSA	KELEBEK MOBİLYA	TÜRK TRAKTÖR
COCA COLA İÇECEK	KOYTAŞ TEKSTİL	USAŞ
ÇELEBİ	LİNK BİLGİSAYAR	ÜLKER BİSKÜVİ
ÇİMENTAŞ	LOGO YAZILIM	VESTEL BEYAZ EŞYA
ÇANAKKALE SERAMİK	MARET	ZORLU ENERJİ