

## **BIST REGISTERED COMPANY WITH THE MARKET VALUE OF THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE DETERMINATION OF AN APPLICATION IN TOURISM SECTOR\***

**Yazar / Author:** Doç. Dr. Doğan Kutukız<sup>i</sup>

Öğr. Gör. Emre Ergun<sup>ii</sup>

Öğr. Gör. Birol Ozturk<sup>iii</sup>

Öğr. Gör. Emine Ozdek<sup>iv</sup>

---

### **Abstract**

As we know, public companies and other enterprises, profitability, sustainability, increase its market share objectives alongside the firm's market value of the increase is an important goal. General rise in the market value of firms in the economic situation of the company, the industry situation and the decisions of business management, institutionalization is important. In addition to these company-owned assets and the size of the firm's capital structure, risk status, and rates of return on the value of the firm have a significant impact. In other words, the company was the performance in which the company's market value determined. Firms to raise resources from the capital markets, the market value of firms, and in what proportions the circumstances under which the investigation will be provided in the literature.

In this study, the BIST-100 index for the period 2010-2015, the tourism capital structure of firms using the data of the companies investigated whether there is a relationship between values and capital structure. Market value of the dependent variable used in this study, the independent variables in the short-term debt / total liabilities Long-term debt / total liabilities and shareholders' equity / total liabilities ratio, and many other were. Correlation analysis and Panel data analysis methods was used as a research tool. According to the results of the correlation analysis, the change in capital structure of companies with market values of companies and whether or not significant correlations were observed.

The aim of the correlation analysis determines the capital structure of the business relationship with the market value of the ratios is to examine the relationship between two variables independently, in pairs or simple correlation-called simple correlation techniques. Panel data analysis methods, capital structure and profitability ratios showing the effects on the market value of the company which have been identified.

## **SERMAYE YAPISI İLE FİRMA PİYASA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BİST'DE KAYITLI TURİZM SEKTÖRÜNDE TESPİTİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA**

### **Özet**

Bilindiği gibi halka açık firmalarda, diğer işletmelerinin karlılık, süreklilik, pazar payını arttırma amaçları yanında firmanın piyasa değerini arttırmak önemli bir amaçtır. Firmaların piyasa değerlerinin yükselmesinde firmanın içinde bulunduğu ekonomik genel durum, sektör

---

\* Bu çalışma 26-27 Kasım 2016 tarihlerinde, İstanbul'da düzenlenen International Congress of Management Economy And Policy isimli uluslar arası bilimsel kongrede bildiri olarak sunulmuştur.

<sup>i</sup>Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Turizm Fakültesi

<sup>ii</sup>Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Fethiye ASMK MYO

<sup>iii</sup> Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Fethiye ASMK MYO

<sup>iv</sup> İstanbul Gelişim Üniversitesi

durumu ve işletme yönetiminin verdiği kararlar, kurumsallaşma önemli olmaktadır. Bunlarla birlikte firmanın sahip olduğu varlık ve sermaye yapısı firmanın büyüklüğü, risk durumu, karlılık oranları da firma değeri üzerinde önemli ölçüde etkiye sahiptirler. Bir başka ifadeyle, firmanın nasıl bir performans gösterdiği firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Sermaye piyasalarında firmaların piyasa değerlerinin yükseltilmesi amacıyla firma kaynaklarının nereden, hangi koşullarda ve hangi oranlarda sağlanacağı literatürde geniş bir şekilde araştırılmaktadır.

Bu çalışmada, 2010-2015 dönemine ait bist-100 endeksine dahil olan turizm firmalarının sermaye yapılarına ait veriler kullanılarak, firmaların değerleri ile sermaye yapıları arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmada kullanılan bağımlı değişken piyasa değeri, bağımsız değişkenler ise kısa vadeli borçlar/pasif toplamı uzun vadeli borçlar/pasif toplamı ve öz kaynaklar/pasif toplamı ve diğer birçok oran alınmıştır. Araştırma yöntemi olarak korelasyon analizi ve panel veri analizi kullanılmıştır. Korelasyon analizi sonuçlarına göre firmaların sermaye yapılarındaki değişimin firmaların piyasa değerleri ile arasında anlamlı korelasyonlar olup olmadığı gözlemlenmiştir.

Korelasyon analizi yapılmasının amacı işletmenin sermaye yapısını belirleyen oranların piyasa değeri ile ilişkisini bağımsız olarak incelemek olup iki değişken arasındaki ilişki, ikili ya da basit korelasyon ismi verilen basit korelasyon teknikleri kullanılmıştır. Panel veri analizi yöntemiyle, sermaye yapısını ve karlılığını gösteren oranlardan hangilerinin firma piyasa değeri üzerinde etkileri tespit edilmiştir.

## 1. Giriş

Finansal yönetim açısından firmanın amacı, firmanın piyasa değerini maksimum kılmaktır. Bu açıdan sermaye yapısı kararları da firmanın piyasa değerini maksimum kılmaya yönelik şekilde olmalıdır. Sermaye yapısı ile finansal yapı çoğu zaman aynı anlamda anlaşılabilir da literatürde farklı şekilde tanımlanmaktadır. Finansal yapı sermaye yapısından daha geniş bir kavramdır. Sermaye yapısı; firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşan bir yapıdır. Sermaye yapısı; firmanın kullandığı uzun vadeli kaynakların bir karması iken, finansal yapı; bilançonun pasifinde yer alan kalemlerin tamamını ifade etmektedir. Ancak, kısa vadeli kaynakların firmaların yabancı kaynakları içerisindeki payının oldukça yüksek olması sebebiyle bazı çalışmalarda sermaye yapısı ve finansal yapı kavramlarının birbirlerinin yerine kullanıldığı da görülmektedir.

Turizm sektörü ve özellikle konaklama firmaları, kuruluş ve işletme aşamalarında sermaye yoğun özellik gösteren firmalar olması açısından sermaye yapısının bileşimi ve borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesini önemli hale getirmektedir.

Firmalarda sermaye yapısı ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmış olup, sermaye yapısı ile ilgili teoriler ve yaklaşımlar da uzun süreden beri ortaya çıkmıştır. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar sonucunda sermaye yapısıyla ilgili bu teorilerden ve yeni yaklaşımlardan hangisinin firmaların sermaye yapısını en iyi açıklayan teori/yaklaşım olduğu konusunda tartışmalar devam etmektedir. Bu teorilerin/yaklaşımların günümüzde tartışmaya devam edilmesinin birçok nedeni bulunmaktadır. En önemli neden olarak da sermaye yapısını etkileyen faktörlerin sektörler, ülkeler, firmaların özellikleri ve yapıldığı döneme göre değişiklikler gösteriyor olmasıdır. Özellikle kriz dönemlerinde yapılan çalışmalarda bazı faktörler farklı sonuçların oluşmasına neden olmaktadır.

## 2. Sermaye Yapısı İle Yaklaşımlar

Firmaların sermaye yapısı ile ilgili olarak; ağırlıklı olarak tartışmalar, borçlanmanın sermaye maliyetini düşürüp düşürmediği ya da karlılığı arttırıp arttırmadığı konusunda yoğunlaşmıştır. Bu konudaki yaklaşımlar; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-miller Yaklaşımı ve modern yaklaşımlar olarak sayabiliriz.

*Net Gelir Yaklaşımı*; sermaye yapısı içerisinde borcun payının artmasına bağlı olarak firma değerinin artacağını savunmaktadır. Söz konusu yaklaşım kaldıraç faktörünün etkisini en yüksek düzeyde olabileceği ve bunun sonucunda maksimum borç düzeyinde firmanın değerinin de maksimum olacağını belirtmektedir (Akgüç, 1998: 487). Borçlanmanın maliyeti öz kaynak maliyetinden düşük olduğundan firmalar borç oranını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve böylece piyasa değerlerini arttırması söz konusudur.

*Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı*; firma değerinin firma sermaye yapısından bağımsız olduğu öne sürmekte ve firmanın sermaye yapısını değiştirmesinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilemeyeceğini kabul etmektedir(Ercan ve Ban, 2008). Borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin öz sermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşmemekte ve dolayısıyla da firmanın piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır (Okka, 2005:372).

Geleneksel yaklaşım; her firma için tek bir optimal sermaye yapısı olduğu ve firmalar finansal kaldıraçtan yararlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmekte, buna bağlı olarak piyasa değerlerini yükseltmektedir(Ercan ve Ban, 2008: 130). Aslında bu yaklaşım net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımının bir karışımı olmaktadır. Firmalar belirli bir düzeye kadar borçlanacak ve bu noktada ortalama sermaye maliyetini düşük tutabilmekte ve karlılık maksimum olmaktadır(Akgüç, 1998).

Modigliani-Miller Yaklaşımı; Yaptıkları çalışmada etkin bir piyasanın olduğu ve bu durumda vergi, iflas maliyetleri ve asimetric bilginin olmadığı varsayımı altında firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu belirtmiştir.

Ancak daha sonraki dönemlerde gelen itirazlar nedeniyle Modigliani-Miller, görüşlerini değiştirerek, iflas maliyetleri ve temsil maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldıraçın bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerinin düştüğünü öne sürmüştür.

Ayrıca sermaye yapısı ile ilgili olarak; Dengeleme Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, İşaret Etkisi Teorisi, Temsilcilik Maliyeti Teorisi, Ürün/Girdi Piyasalarının Etkileşimine Dayalı Sermaye Yapısı Yaklaşımı ve diğer bir çok yaklaşım ortaya çıkmıştır.

## 3. Literatür İncelemesi

Sermaye yapısına ilişkin literatür incelendiğinde, birçok uygulamalı bilimsel çalışmanın olduğu görülmektedir. Bu çalışmaların çoğu sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yapılmıştır.

İşletmelerin sermaye yapısına ilişkin yaklaşımların temelini MM'in çalışmaları oluşturmaktadır. Modigliani-Miller, hazırladıkları ilk çalışmalarda 43 elektrik

firmanın 1947–1948 yıllarına ait verileri ve 43 petrol şirketinin 1953 yılı verilerini kullanmak suretiyle ortalama sermaye maliyeti, finansal kaldıraç ve öz sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yatay-kesit regresyon analizi sonucunda belirli varsayımlar altında, etkin piyasa koşullarında işletmenin piyasa değerinin ve ortalama sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız hareket ettiğini ve sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Weston (1993) çalışmasında, MM' in araştırmalarında sermaye maliyetini etkileyen finansal kaldıraç ve diğer faktörlerin ölçülmesinde ciddi zayıflıklar bulunduğunu iddia etmiştir. Bu nedenle firma büyüklüğü ve karlılık değişkenlerini de modele ilave ederek, MM'in kullandığı modeli test etmiş ve yaptıkları regresyon analizi sonucunda, karlılığın öz sermaye maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı derecede negatif etkisi olduğunu, finansal kaldıraç üzerindeki etkisinin önemli olmadığını tespit etmiştir.

Brigham ve Gordon (1968) yaptıkları çalışmaların sonucunda, finansal kaldıraçın hesaplanmasında defter değerini ve piyasa değerini yatay-kesit regresyon analizi yöntemiyle test etmişler ve analiz sonucunda finansal kaldıraç değişkeninin tahmini katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişlerdir.

Kandır, Karadeniz ve Önal (2008), turizm gelirlerinin milli gelire oranı ve turizm işletmelerinin doluluk oranındaki gelişmeler ile Türk turizm işletmelerinin finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiş ve finansal performans, Yatırım Kârlılığı, Özsermaye Kârlılığı ve Satışların Kârlılığı ile ölçülmüştür. Türk turizm işletmelerinin doluluk oranları ile finansal performansları arasında doğru yönde bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Bu konuda yapılan diğer çalışmalardan bazıları da aşağıdaki gibidir;

- Said ve Kouki (2012), Fransa'da 277 firma üzerinde, pecking order teorisinin sermaye yapısı etkilerini incelemişlerdir.
- Chen ve Hammes (1997), Hollanda firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmıştır.
- Najjar ve Petrov (2011) Bahreyn'deki sigorta şirketlerinin sermaye yapısı üzerine etkilerini çoklu lineer regresyon analizi ile test etmişlerdir.
- Doesomsak, Paudyal ve Pescetto (2004) Fransa'da firmaların sermaye yapılarının belirleyicileri konusunda çalışmalar yapmıştır.
- Kula'nın (2000) çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri piyasa koşulları ve firmanın özellikleri kapsamında ele almıştır.
- Yener (2002) yaptığı çalışmada, sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğu kabul edilen faktörleri Türkiye açısından test etmiştir.
- Korkmaz, Albayrak ve Karataş'ın (2007) çalışması, Türkiye'de faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB'de işlem gören küçük ve orta ölçekli (KOBİ) işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri belirlemiştir.
- Aydın, Kulalı(2013), İMKB'de İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlerin borç yapısını belirleyen faktörlerin ortaya koymayı amaçlamıştır.

- Akın 2004 yılındaki çalışmasında; İMKB’de yer alan 70 firma üzerinde yapmış olduğu analizde, sermaye yapısındaki (borçlanma oranındaki) artışın ağırlıklı ortalama kaynak maliyetini düşürdüğü, firma değerini arttırdığı ve ağırlıklı ortalama kaynak maliyetindeki artışın firma değerini düşürdüğü sonucuna varmıştır.

Yapılan çalışmalarda, karlılık ile toplam borç oranı arasında sadece Türkiye’de anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur. G7 Ülkelerinde karlılıkla toplam borç oranı arasında anlamlı ilişki olmadığı bulunmuştur. Duran varlıklar oranı ile toplam borçluluk arasında Türkiye, gelişmekte olan ülkeler, Yunanistan ve Fransa’da anlamlı negatif ilişki bulunmuştur.

Firma büyüklüğü ile toplam borçluluk arasında ABD, Japonya, Hindistan ve Türkiye’de çoğu çalışmalarda anlamlı negatif ilişki bulunmuştur. Diğer ülkelerde ise firma büyüklüğü ile toplam borçluluk arasında anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur.

### **3. Uygulama**

#### **3.1. Araştırmanın Yöntemi Ve Veriler**

Araştırmanın Amacı; finansal analizlerde sermaye yapısının belirlenmesinde kullanılan finansal oranlar ile firma değeri arasında ilişki olup olmadığı ve bu oranlar kullanılarak kârlılık durumu ve borsa performansının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemektir.

Analizde kullanılan veriler, şirketlerin 31.12.2010-2015 tarihleri arasındaki finansal tablolarından elde edilmiştir. Kullanılan bilanço ve gelir tabloları tüm şirketler için Konsolide tablolarıdır. Ayrıca veri setindeki şirketler hakkındaki bazı bilgiler de şirketlerin resmi web sitelerinden, faaliyet raporlarından ve diğer bazı finans sitelerinden elde edilmiştir.

Örnekleme, XTRZM endeksinde yer alan turizm firmaları olarak belirlenmiştir. Ancak bu endekste yer alan bazı firmaların yeni kurulmuş olması nedeniyle bazı bilgilerine ulaşamamış ve bu yüzden bazı firmalar dahil edilmemiştir. Sermaye yapısı ile ilgili olarak verileri alınan ve analize tabi tutulan firma sayısı 8’dir. (Net Turizm, Marmaris Altinyunus, Altinyunus Çeşme, Martı Otel, Petrokent Turizm, Tek – Art Turizm, Favori Dinlenme Yerleri, Metemtur Otelcilik). İşletmelere ait veriler kullanılırken bazı işletmelerin bazı yıllarına ait veriler bulunmamaktadır.

Araştırma konusu işletmelerin başta konaklama olmak üzere turizm sektöründe yer alan yiyecek içecek, alışveriş, seyahat, ulaştırma ve diğer faaliyet gösterdikleri görülmektedir.

Çalışma; BİST- 100’de yer alan turizm şirketler için yapılmıştır. Analizde bağımlı değişken şirketlerin firma değerleri olarak, Borsa İstanbul’daki şirketlerin her yılsonunda yayınlamış olduğu ait piyasa değeri alınmıştır. Bağımsız değişken olarak kullanılan finansal oranlar ise; mali yapının analizinde kullanılan oranlar, varlıkların kullanım etkinliğini belirten oranlar, kârlılık oranları ve borsa performans oranları olarak sınıflandırılmıştır.

Mali Yapı Oranları: Toplam Borç /Toplam Aktif oranı, Özkaynak / Pasif oranı, Toplam Borç / Özkaynak oranı, Uzun Vadeli Borç / Toplam Borç oranı, Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranı

Faaliyet Oranları: Stok Devir Hızı, Alacak Devir Hızı, Aktif Devir Hızı, Özsermaye Devir Hızı ve Döner Sermaye Devir Hızı

Kârlılık Oranları: Brüt Satış Kârı / Net Satışlar oranı, Faaliyet Kârı / Net Satışlar oranı, Net Kâr / Net Satışlar oranı, Dönem Net Kârı / Özkaynaklar oranı, Net Kâr / Net Aktif oranı

Borsa Performans Oranları: Fiyat /Kazanç oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, Hisse Başına Kâr

Burada firma değeri olarak alınan piyasa değerlerinin hesaplanmasında, değerlerin bir önceki yıla göre artış oranları kullanılmıştır. Buna göre firma değeri artış oranı şu şekilde hesaplayabiliriz.

$$\text{(Cari Yıl Firma Değeri – Önceki Yıl Firma Değ)} / \text{Önceki Yıl Firma Değeri}$$

Araştırmada firma değeri ile finansal oranlar arasında bir ilişki olup olmadığının belirlenmesine yönelik olarak Panel Veri Analizi yapılmıştır. Ayrıca verilerin panel veri analizine uygun hale getirilmesi için panel veri seti içinde yer alan her bir seriye Levin Lin Chu tarafından 2002 yılında geliştirilen panel birim kök testi uygulanmıştır.

### 3.2. Analiz Sonuçları

Yukarıda belirtilen şirketler üzerinde yapılan istatistikî analizlerde çıkan sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo.1.** Analiz Sonuçları

	<i>Katsayı</i>	<i>Std. Hata</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
<b>KALDIRAÇ ORANI=(KVYK+UVYK)/AKTİF TOPLAMI</b>	148185	27082.7	5.4716	0.00003
<b>ÖZKAYNAKLAR/ AKTİF TOPLAMI</b>	39934.4	16322.9	2.4465	0.02433
<b>ÖZKAYNAKLAR/(KVYK+UVYK)</b>	54187.2	16617.9	3.2608	0.00411
<b>KVYK PAYI=KVYK/ PASİF TOPLAM</b>	-121335	35138.3	-3.4531	0.00266
<b>UVYK PAYI= UVB /PASİF TOPLAM</b>	-231464	124852	-1.8539	0.07934
<b>UVYK/ DEVAMLİ SERMAYE</b>	153.241	641.655	0.2388	0.81380
<b>ÖZKAYNAKLAR/MDV</b>	163014	25434.8	6.4091	<0.00001
<b>MDV/UVYK</b>	59670.6	16706.5	3.5717	0.00204
<b>STOK DEVİR HIZI = SMM/ORT STOK</b>	-136703	34908.9	-3.9160	0.00093
<b>ALACAK DEVİR HIZI =NET SATIŞLAR /ORT TİC. ALAC.</b>	-260493	123451	-2.1101	0.04834
<b>AKTİF DEVİR HIZI = NET SATIŞLAR / AKTİF TOPLAMI</b>	-901.155	799.293	-1.1274	0.27359
<b>İŞL.SER.DEV. HIZI = NET SATIŞLAR / DÖNEN VARLIK</b>	37654.2	15869.8	2.3727	0.02837
<b>AKTİF KARLILIĞI= NET DÖN.KARI / AKTİF TOP</b>	164332	25840.7	6.3594	<0.00001
<b>ÖZKAYNAK KARLILIĞI= NET DÖNEM KARI / ÖZKAYNAKLAR</b>	60028.7	17019.6	3.5270	0.00225
<b>SATIŞLARIN KARLILIĞI = NET DÖNEM KARI / NET SATIŞLAR</b>	-138005	35548.9	-3.8821	0.00100
<b>BRÜT KAR MARJI = BRÜT SATIŞ KARI /NET SATIŞLAR</b>	-279608	124726	-2.2418	0.03711
<b>NET KAR MARJI= NET KAR / NET SATIŞLAR</b>	-13.4345	665.693	-0.0202	0.98411
<b>ESAS FAALİYET KARI = FAALİYET KARI / NET SATIŞLAR</b>	82406.5	37730	2.1841	0.04169
<b>FAİZ ÖDEME ORANI = (FVÖK+FAİZ) / FAİZ</b>	164332	25840.7	6.3594	<0.00001

PIYASA DEĞERİ	0.004671	0.001092	4.278444	0
Belirlilik Katsayısı(R <sup>2</sup> ) 0.3546				
Bağımlı Değişkenin Ort. 0.42597				
Regresyonun Std Hatası 0.59548				
Durbin-Watson İstatistiği 2.87597				
	Düzeltilmiş R <sup>2</sup> 0.25978			
	Bağımlı Değ. Std. Sapması 0.95678			
	F İstatistiği 10.89237			

Analiz kapsamındaki değişkenlerin tümünün, bağımlı değişken üzerindeki etki derecesini gösteren çoklu belirlilik katsayısı (R<sup>2</sup>), 0,3456 çıkmıştır. Çoklu belirlilik katsayısı, bağımlı değişkendeki değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. R<sup>2</sup> değeri, 0 ile 1 arasında değerler alabilmektedir.

Analiz sonucunda R<sup>2</sup>'nin 0,3456 çıkması; bağımlı değişken olan firma değerinde meydana gelen değişimlerin yaklaşık %34'lük kısmının bağımsız değişken olarak kullanılan mali oranlarda meydana gelen değişimleri temsil ettiğini göstermektedir. Analizlerde daha doğru ve sağlıklı yorumlar yapabilmek için oto korelasyonun bağımsız değişkenlerin arasında ilişkinin olmaması gerekir. Uygulamada en çok kullanılan oto korelasyon testi Durbin-Watson testidir.

Bu yüzden tablo üzerindeki sonuçlarda otokorelasyonun varlığını test eden Durbin-Watson istatistiği üzerinde durulması gerekir. Analiz sonucunda Durbin-Watson istatistiği 2.87597 çıkmıştır. Gujarati (2001) göre, Tahmin edilen her Durbin-watson istatistiği  $4 \leq d \leq 0$  arasında olması gerekmektedir. Otokorelasyon yoksa d'nin 2 dolayında olması beklenir. Buna göre; modelde, Durbin-Watson katsayısının 2 civarında çıkması oto korelasyonun var olmadığını göstermektedir.

Buna göre R<sup>2</sup>'nin anlamlılığını test eden F istatistiği sabit etkili modelde 10.89237 olasılık değeri p "0" çıkmıştır. Bu sonuçlara bakarak R<sup>2</sup> değerinin anlamlı olduğu söylenebilir. Sonuçlara göre; analize dahil edilen 19 finansal oranın 15 tanesi ile firma değeri arasında %5 düzeyinde anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Uvyk/ Devamlı Sermaye Ve Net Kar Marjı oranlarının da p değeri p<0.05 ten büyük olduğu için anlamlı değildir.

Firma değeri ile toplam borç ve uzun vadeli borç oranlarının kullanıldığı değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Yatırımlarını iç kaynaklar ile finanse edemeyen ve hızlı büyüme süreci geçiren firmaların yatırımlarını finanse etmek için daha çok uzun vadeli borç kullandığı söylenebilir.

### Sonuç

İşletmelerin sermaye yapıları ile ilgili vermiş oldukları kararlar, sermaye maliyetlerini, sermaye bütçelemelerini ve piyasa değerlerini doğrudan etkilediği için önem arz etmektedir. Sermaye yapısı işletmenin yatırımlarının finansmanında kullandığı borç ve öz sermaye oranını temsil etmektedir. Sermaye yapısı kararları oluşturulurken, işletmelerin risk ve getiri oranları arasında denge kuran ve dolayısıyla işletmenin sermaye maliyetinin minimum, piyasa değerinin maksimum kılındığı optimal sermaye yapısının varlığı ve bu noktaya nasıl ulaşılacağı tartışma konusudur. Bu nedenle 1950'li yıllardan bu yana işletmelerin sermaye yapısı kararları hakkında sayısız çalışma yapılmıştır.

Yapılan çalışmaların çoğu gelişmiş menkul kıymet piyasaları ve büyük işletmelerin var olduğu gelişmiş ülkeler üzerinedir. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin yatırımlarını finanse etmek için çok çeşitli finansal enstrümanlara sahip olmaları, sermaye yapısı kararlarının karmaşıklığını göstermektedir. Gelişmekte olan

ülkelerde ise, ekonominin kurumsallaşma sürecinde olması, piyasada faaliyet gösteren işletmelerin çoğunun aile işletmelerinden oluşması ve işletmelerin yatırım finansmanlarında kullandıkları yabancı kaynakların özellikle kısa vadeli borçlardan oluşuyor olması, işletmelerin sermaye yapısı kararlarında gelişmiş ülkelere kıyasla farklılıklar oluşmasına neden olmaktadır.

Türkiye'nin de gelişmekte olan bir ülke olduğu düşünüldüğünde, böyle bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarına ilişkin kararların hangi faktörlerden ve ne şekilde etkilendiğinin tespit edilmesi önem arz etmektedir.

Bu çalışmada, finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasında ilişkinin var olup olmadığı panel veri analizi yöntemiyle test edilmiştir. Buna bağlı olarak oranlara ilişkin çıkan sonuçlar vasıtasıyla firmaların mali yapısının, varlıkların etkin kullanımının, kârlılık durumunun ve borsa performansının firma değeri üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre, oran analizinde kullanılan oranların büyük bir kısmı ile firma değeri arasında anlamlı ilişkiler olduğu gözlenmiştir. Bu ilişkilerin bir kısmı pozitif yönlü iken bir kısmı da negatif yönlüdür. Sonuçlardan; mali yapı oranları ve borsa performans oranları içerisinde yer alan tüm oranlar ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı görülmektedir. Bu nedenle varlıkların verimli kullanımı ve kârlılık durumunun firma değeri üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

### **Kaynakça**

AKIN, Emine Ebru (2004), Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti İle Firma Değeri İlişkisi Ve İMKB'de Uygulaması, Master Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

AKAL, Zühal (1998), İşletmelere Performans Ölçüm Ve Denetimi; Çok Yönlü Performans Göstergeleri. Milli Produktivite Merkezi Yayınları No.473. Ankara-1998.

AKGÜÇ, Öztin(1994), Finansal Yönetim, 6. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

Akkaya, C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (30): 1-13.

Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 4(7): 55-83.

Aydın, N. ve G. Kulalı(2013), İMKB-100 Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Borç Yapısını Belirleyen Faktörler. Verimlilik Dergisi, 2013/1.

Brigham, E.F., and Gordon, M.J. (1998), "Leverage, Dividend Policy, and the Cost of Capital." *Journal of Finance*, March

Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2008). Mali Tablolar Analizi. Ankara: Nobel Yayınevi.

Chen, Y. ve K. Hammes (1997), "Capital structure, theories and empirical results-a panel data analysis", Conference on Financial Regulation at Groningen, Netherlands.



Deomsak Rataporn, Paudyal Krishna ve Pescetto Gioia; “The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region”, *Journal of Multinational Financial Management*, V:14, 2004 ss:387

Durbin, J. and Watson, G. S. (1951). Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression, II., *Biometrika*, 38: 159–179.

Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2008). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi.

GUJARATI, Damodar N. (2001), Temel Ekonometri, Çev., Ümit Şenesen ve Göktürk Şenesen, 2. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Kandır, S., Karadeniz, E., Özmen, M. ve Önal, Y. B. (2008). Türk Turizm Sektöründe Büyüme Göstergelerinin Turizm İşletmelerinin Finansal Performansına Etkisinin İncelenmesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (1): 211-237.

Korkmaz, Turhan, Albayrak, Ali Sait ve Karataş, Abdülmecit (2007), “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Kobi’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997 -2004 Dönemi”, *İktisat/İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 22, Sayı: 253.

MODIGLIANI, F., M. H. Miller (1958); “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.

MUTAN, Oya C. ve E. Çanakçı (2007), Makroekonomik Etkilerin Hisse senedi Piyasası Üzerindeki Etkileri, SPK Yayınları (Kamuya Açık) Araştırma Dairesi, Ankara.

ÖZALTIN, Oğuzhan (2006), Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Mondher Kouki. Hatem Ben Said(2012) capital structure and size (Titman and Wessels, 1988; Kouki and Said, 2012).

Najjar ve Petrov (2011), “Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain” *International Journal of Business and Management* Vol. 6, No. 11; November 2011

Okka, O. (2006). Finansal Yönetime Giriş. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Weston, J. Fred ve Brigham, F. Eugene (1993), *Essentials of Managerial Finance*, The Drydon Press, 10th Edition, Harcourt Canada.