

**HİSSELERİ BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM
GÖREN KOBİ'LERDE FİNANSAL
PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER:
PANEL VERİ ANALİZİ**

Niyazi Savaş DEMİRCİ

**Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Doç. Dr. Bener GÜNGÖR
2013
Her Hakkı Saklıdır**

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

Niyazi Savaş DEMİRCİ

HİSSELERİ BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN KOBİ'LERDE
FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER:
PANEL VERİ ANALİZİ

DOKTORA TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ
Doç. Dr. Bener GÜNGÖR

ERZURUM - 2013



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



TEZ BEYAN FORMU

29/11/2013

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "Hisseleri Borsa İstanbul'da İşlem Gören KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler: Panel Veri Analizi" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

☐ Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

☐ Tezim sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

☒ Tezimin 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

29/11/2013

N. Savaş DEMİRCİ



**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Doç. Dr. Bener Güngör danışmanlığında, Niyazi Savaş Demirci tarafından hazırlanan bu çalışma 1 / 11 / 2013 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan	Doç. Dr. Bener Güngör	İmza:	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. B. Muhşin Döğen	İmza:	
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Turan Önder	İmza:	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. H. Ali Kutlu	İmza:	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. Bekir Blmas	İmza:	

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. / /

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	IV
ABSTRACT	V
KISALTMALAR DİZİNİ	VI
TABLolar DİZİNİ	VIII
ÖNSÖZ.....	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİLERİN TEMEL YAPI TAŞLARI: KOBİ'LER

1.1. KOBİ TANIMI	4
1.1.1. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde KOBİ Tanımları	4
1.1.1.1. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ Tanımları	5
1.1.1.2. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ Tanımları	7
1.1.2. Uluslararası Kalkınma Kuruluşlarında KOBİ Tanımları	8
1.2. KOBİ'LERİN KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ VE TEMEL İSTATİSTİKLER	10
1.2.1. KOBİ'lerin Karakteristik Özellikleri	10
1.2.2. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde Temel KOBİ İstatistikleri	12
1.3. KOBİ'LERİN ÖNEMİ VE EKONOMİYE KATKILARI	17
1.3.1. İstihdama ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya Katkıları	17
1.3.2. İhracata Katkıları	21
1.3.3. İnovasyona Katkıları	24
1.4. KOBİ'LERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI VE FİNANSMANA ERİŞİM SORUNLARI.....	28
1.4.1. KOBİ'lerin Finansman Kaynakları	29
1.4.1.1. Melek Finansman ve Risk Sermayesi	30
1.4.1.2. Satıcı Kredileri	31
1.4.1.3. Leasing	32
1.4.1.4. Faktöring	33

1.4.1.5. Banka Kredileri	34
1.4.1.6. Sermaye Piyasası Araçları	35
1.4.1.7. Dağıtılmayan Kârlar	36
1.4.2. KOBİ'lerin Finansmana Erişim Sorunları ve Yeterli Finansmana Erişememe Nedenleri	36
1.4.2.1. KOBİ'lerin Finansmana Erişim Sorunları	37
1.4.2.2. KOBİ'lerin Yeterli Finansmana Erişememe Nedenleri	41
1.5. BASEL III VE KOBİ FİNANSMANINA MUHTEMEL ETKİLERİ	44
1.5.1. Basel III'e Doğru	44
1.5.2. Basel III'ün KOBİ Finansmanına Muhtemel Etkileri	47

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE PERFORMANSIN STRATEJİK BİLEŞENİ: FİNANSAL PERFORMANS

2.1. PERFORMANS	49
2.1.1. Performans Kavramı	49
2.1.2. Performans Yönetimi	51
2.1.3. Performans Ölçümü	53
2.2. FİNANSAL PERFORMANS	57
2.2.1. Finansal Performans Ölçümü	57
2.2.1.1. Muhasebe Bazlı Finansal Performans Göstergeleri	58
2.2.1.1.1. Aktif Kârlılık Oranı (ROA-Return on Assets)	59
2.2.1.1.2. Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE-Return On Equity)	61
2.2.1.1.3. Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı (ROIC-Return On Invested Capital)	63
2.2.1.1.4. Hisse Başına Kâr (EPS-Earnings Per Share)	68
2.2.1.2. Değer Bazlı Finansal Performans Göstergeleri	71
2.2.1.2.1. Ekonomik Katma Değer (EVA-Economic Value Added)	72
2.2.1.2.2. Piyasa Katma Değeri (MVA-Market Value Added)	90
2.2.1.2.3. Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA-Refined Economic Value Added)	93
2.2.1.2.4. Yatırımın Nakit Akış Kârlılık Oranı (CFROI-Cash Flow Return	

On Investment)	94
2.2.1.2.5. Nakit Katma Değer (CVA-Cash Value Added).....	96
2.2.1.2.6. Hissedar Katma Değeri (SVA-Shareholder Value Added)	97
2.2.1.3. Piyasa Bazlı Finansal Performans Göstergeleri	99
2.2.1.3.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Market to Book Ratio).....	99
2.2.1.3.2. Tobin's Q	102
2.2.2. Performansın Alt Boyutu Olarak Finansal Performans	104

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSELERİ BORSADA İŞLEM GÖREN KOBİ'LERDE FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. İLGİLİ LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	109
3.1.1. İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar	109
3.1.2. Hisseleri Borsada İşlem Gören İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	111
3.1.3. Hisseleri Borsada İşlem Gören KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	119
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	120
3.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ, DEĞİŞKENLERİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLERİ.....	122
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE MODELİ	131
3.5. MODEL TAHMİNİ VE ARAŞTIRMA SONUÇLARI	134
SONUÇ.....	143
KAYNAKÇA	147
EKLER.....	178
ÖZGEÇMİŞ.....	180

ÖZET**DOKTORA TEZİ****HİSSELERİ BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN KOBİ'LERDE
FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER:
PANEL VERİ ANALİZİ****N. Savaş DEMİRCİ****Tez Danışmanı: Doç. Dr. Bener GÜNGÖR****2013, 180 sayfa****Jüri: Doç. Dr. Bener GÜNGÖR (Danışman)****Doç. Dr. E. Muhsin DOĞAN****Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ****Doç. Dr. H. Ali KUTLU****Doç. Dr. Bekir ELMAS**

Ekonomilerin sürükleyici unsurları olarak kabul edilen KOBİ'ler; istihdam olanaklarını, üretim miktarlarını, ihracat kapasitesini ve inovasyon düzeyini artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Fakat KOBİ'ler özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yeterli finansman kaynağına uygun maliyetle erişememekte ve bu nedenle büyüme fırsatlarından yararlanamamaktadır. Bu noktada finansal sorunlar yaşayan KOBİ'ler, sınırlı kaynakları verimli bir şekilde değerlendirmek için finansal performanslarını ölçmek ve denetlemek zorundadır.

Çalışmada, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin finansal performanslarının hangi faktörlerden etkilendiğinin belirlenmesi amaçlanmış ve panel veri regresyon modelleri kurulmuştur. Ekonometrik analizde Borsa İstanbul'a kote 27 işletmenin 2009-2012 yılları arasında 16 döneme ilişkin üç aylık verileri kullanılmıştır.

Model tahminlerinden elde edilen sonuçlar, KOBİ'lerin aktif kârlılık oranlarının; dönen varlıklar/varlıklar oranından, işletme büyüklüğünden, işletme yaşından ve varlık devir hızından pozitif; stoklar/varlıklar oranından ve enflasyon oranından negatif olarak etkilendiğini ortaya koymuştur. Diğer bağımlı değişken Tobin's q'nun ise nakit dönüş etkinlik oranından ve GSYİH büyüme oranından pozitif, dönen varlıklar/varlıklar oranından ve işletme büyüklüğünden negatif olarak etkilendiği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: KOBİ'ler, Finansal Performans, Aktif Kârlılık Oranı, Tobin's Q

ABSTRACT**Ph. D. DISSERTATION****THE DETERMINANTS OF FINANCIAL PERFORMANCE IN SMES WHOSE
SHARES ARE TRADED ON BORSA ISTANBUL: PANEL DATA ANALYSIS****N. Savaş DEMİRCİ****Advisor: Assoc. Prof. Dr. Bener GÜNGÖR****2013, Page: 180****Jury: Assoc. Prof. Dr. Bener GÜNGÖR (Advisor)****Assoc. Prof. Dr. E. Muhsin DOĞAN****Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ****Assoc. Prof. Dr. H. Ali KUTLU****Assoc. Prof. Dr. Bekir ELMAS**

SMEs recognized as fastmoving components of economies contribute to economic growth by enhancing employment possibilities, production quantities, export capacity and innovation level. However especially in developing countries, SMEs cannot reach sufficient financing resources at suitable cost and because of this reason they cannot benefit from growth opportunities. At this point SMEs facing financial problems have to measure and control financial performance for utilizing limited resources efficiently.

In this study it has been aimed to determine which factors affect financial performances of SMEs whose shares are traded on Borsa Istanbul and panel data regression models have been established. In econometric analysis, quarterly data related to 16 periods between 2009-2012 of 27 companies quoted in Borsa Istanbul have been used.

The results obtained from model estimates have proved that returns on assets of SMEs are affected positively by current assets/assets ratio, size of company, age of company and asset turnover; and negatively by inventory/asset ratio and inflation rate. It has been found that another dependent variable: Tobin's q is affected positively by cash conversion efficiency ratio and GDP growth rate; and negatively by current assets/assets ratio and size of company.

Key Words: SMEs, Financial Performance, Return On Assets, Tobin's Q

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Artırılmış Dickey-Fuller
AEKD	: Arındırılmış Ekonomik Katma Değer
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR&GE	: Araştırma&Geliştirme
BIST	: Borsa İstanbul
DD	: Defter Değeri
DW	: Durbin-Watson
EKD	: Ekonomik Katma Değer
FIFO	: First in First Out
FVAÖK	: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HKD	: Hissedar Katma Değeri
IMF	: International Monetary Fund
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LIFO	: Last in First Out
LLC	: Levin, Lin, Chu
NKD	: Nakit Katma Değer
OECD	: Organisation for Economic Co-Operation and Development
OPEC	: Organization of the Petroleum Exporting Countries
ÖPD	: Özkaynakların Piyasa Değeri
PD	: Piyasa Değeri
PKD	: Piyasa Katma Değeri
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
UNDP	: United Nations Development Programme
ÜFE	: Üretici Fiyatları Endeksi

VII

YNAKO : Yatırımın Nakit Akış Kârlılık Oranı
YSKO : Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1.	Türkiye’de KOBİ Tanımı.....	5
Tablo 1.2.	Avrupa Birliği’nde KOBİ Tanımı.....	6
Tablo 1.3.	Rusya’da KOBİ Tanımı	6
Tablo 1.4.	Hindistan’da KOBİ Tanımı.....	7
Tablo 1.5.	Kanada’da KOBİ Tanımı	8
Tablo 1.6.	Japonya’da KOBİ Tanımı	8
Tablo 1.7.	Uluslararası Finans Kuruluşu’na Göre KOBİ Tanımı	9
Tablo 1.8.	Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Temel KOBİ İstatistikleri.....	13
Tablo 1.9.	Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere İlişkin Temel KOBİ İstatistikleri.....	14
Tablo 1.10.	Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ’lerin Sektörel Dağılımı	15
Tablo 1.11.	Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ’lerin Sektörel Dağılımı	16
Tablo 1.12.	Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ’lerin Ekonomilere Katkıları	19
Tablo 1.13.	Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ’lerin Ekonomilere Katkıları.....	19
Tablo 1.14.	Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ’lerin İnovasyon Faaliyetlerine Katılım Düzeyleri	27
Tablo 1.15.	KOBİ Yaşam Döngüsünde Sıklıkla Kullanılan Finansman Kaynakları ..	29
Tablo 1.16.	Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansmana Erişimi Önemli Sorun Olarak Tanımlayan İşletmelerin, Sınıflarındaki İşletme Sayısına Oranı .	37
Tablo 1.17.	Ülke Grupları Bazında Kayıtlı KOBİ’lerin Toplam Kredi Bakiyesi ve Kredi Açığı Tutarları	38
Tablo 1.18.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Alt Gruplarında Çalışma Sermayesi Finansmanı	40
Tablo 1.19.	Gelişmekte Olan Ülkelerin Alt Gruplarında Yatırım Finansmanı	40
Tablo 1.20.	Ülke ve İşletme Gruplarına Göre Ortalama Komisyon Ücretleri ve Kredi Faiz Oranları	43
Tablo 2.1.	Örnek 1	66
Tablo 2.2.	Örnek 2	67
Tablo 2.3.	Örnek 3	67
Tablo 2.4.	Düzeltilmelerden Önceki Gelir Tablosu ve Bilanço	77

Tablo 2.5.	Yıllara Ait Araştırma ve Geliştirme Giderlerinin Aktifleştirilen Değerleri ve İtfa Payları	78
Tablo 2.6.	Düzeltilmelerden Sonraki Gelir Tablosu.....	79
Tablo 2.7.	Düzeltilmelerden Sonraki Bilanço	80
Tablo 2.8.	Örnek 4.....	98
Tablo 2.9.	Dengeli Sonuç Kartı Örneği.....	108
Tablo 3.1.	Tanımlayıcı İstatistikler 1	128
Tablo 3.2.	Tanımlayıcı İstatistikler 2	129
Tablo 3.3.	Korelasyon Matrisi 1.....	129
Tablo 3.4.	Korelasyon Matrisi 2.....	130
Tablo 3.5.	Birim Kök Test Sonuçları	135
Tablo 3.6.	Olasılık Oran Test Sonuçları.....	136
Tablo 3.7.	Hausman Testi Sonuçları	136
Tablo 3.8.	Model 1 (Aktif Kârlılık Oranı).....	137
Tablo 3.9.	Model 2 (Tobin's Q)	140

ÖNSÖZ

Toplumlar ve ulusal ekonomiler arasındaki politik, ekonomik ve kültürel sınırları her geçen gün daha hızlı bir şekilde ortadan kaldıran küreselleşme olgusu; bilgi ekonomisine ve teknolojiye ilişkin gelişmelerin yön verdiği 21. yüzyılda, hem toplumsal hayatı hem de ekonomik hayatı daha dinamik bir çerçeveye oturtmaktadır. Bu süreçte ulusal ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren işletme sayısının giderek artmasıyla birlikte daha çok işletme rekabet baskısı altında kalmakta ve ekonomiler bir bütün olarak dönüşüme uğramaktadır.

Değişen ve dönüşen piyasa şartlarından en çok etkilenen ekonomik birimler göreceli daha küçük işletmelerdir. Günümüzde sınırlı kaynakları etkin olarak kullanabilen, finansal performanslarını artırmak amacıyla doğru finansal stratejiler izleyen ve değişen şartlara hızlı bir şekilde cevap verebilen işletmeler faaliyetlerine devam edebilmektedir. Borsanın dinamik yapısı da dikkate alındığında, halka açık küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde finansal performans yönetiminin önemi daha da artmaktadır. Bu bağlamda çalışmada hisseleri borsada işlem gören ve büyük ölçekli olmayan işletmelerin finansal performansları ayrıntılı olarak analiz edilmiştir.

Uzun ve yoğun bir çalışma dönemi sonucunda ortaya çıkan bu çalışmanın hazırlanmasında desteklerini ve yardımlarını esirgemeyen başta Doç. Dr. Bener Güngör ve Doç. Dr. Hüseyin Ali Kutlu olmak üzere eşime, aileme ve Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'ndeki değerli hocalarıma ve mesai arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunuyorum.

GİRİŞ

Son yıllarda hem küresel ölçekte hem de ulusal ölçekte toplumsal ve ekonomik dinamikler çok hızlı bir şekilde değişmekte, değişimlerin gerisinde kalan ülkeler özellikle makroekonomik ve mikroekonomik düzeylerde toplumsal hayata da doğrudan etki eden ekonomik sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Hızlı değişim ve dönüşümlerin temelinde yatan en önemli iki olgu küreselleşme ve bilgi ekonomisidir. Mal ve hizmetlerin, sermayenin serbestleşmesi olarak ifade edilen ve 1980'lerden itibaren hız kazanan küreselleşme olgusu; teknolojik gelişmelerin ve finansal serbestleşmenin etkisiyle dünyanın tek bir ekonomik pazara dönüşmesine ve ülke ekonomilerinin büyük ölçüde bütünleşmesine neden olmuştur. Teknoloji alanındaki yeniliklerin ulaşım ve iletişim maliyetlerini düşürmesi, farklı ülkelerde daha uygun şartlarda üretim yapılabilmesine olanak sağlamış ve dünya piyasasına yeni mal ve hizmetlerin girişini kolaylaştırmıştır. Küreselleşme, işletmeler açısından birtakım dezavantajları ve avantajları da beraberinde getirmiştir. Farklı ülke piyasalarına ve tedarikçilere bağımlı olma, işletmeleri dış ekonomilerde ve piyasalarda yaşanabilecek olumsuzluklara karşı savunmasız bırakmakta ve yine küreselleşmenin diğer bir doğal sonucu olarak yurtiçi piyasanın uluslararası rekabete açık hale gelmesiyle birlikte yerel üreticiler rekabet baskısı altında kalmaktadır. Sınır ötesi yatırımlarla beraber küreselleşmenin başlıca bileşeni konumundaki uluslararası ticaret faaliyetlerine katılma maliyetlerinin de ilgili süreçte düşmesi, dünyada birçok işletmeye küresel piyasaya dahil olma ve farklı ülkelere ihracat yapma fırsatı vermiştir.

Diğer taraftan “bilgi”; dünya ekonomisinin yapısı yüzyıllar içinde birtakım dönüşümler yaşamakla birlikte, günümüzde ekonomilerin en önemli unsuru haline gelmiştir. Ekonomi alanında ticari ürünlerin üretiminde ve arzında ve yeni ürünlerin ve süreçlerin ortaya konulmasında ve dizaynında yarar sağlayabilen her türlü bilimsel bulgu ve uzmanlık şeklinde tanımlanan bilgi; her zaman ekonomilerin bir parçası olmakla beraber özellikle Sanayi Devrimi'nden itibaren ekonomilerde bilgi kullanım düzeyinin artmaya başlaması ve yaşanan yapısal ve niteliksel değişimler sonucu belirleyici ve fark yaratan unsur konumuna gelmiştir. Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmelere ve ülkeler arasındaki çeşitli alanlardaki bütünleşmeye bağlı olarak bilgi

edinme, kullanım ve paylaşım maliyetlerinin düşmesi, bilgiyi işletmeler açısından daha önemli bir faktör haline getirmiş ve inovasyona yönelen işletmeler rekabet avantajı elde etmeye başlamıştır.

Küreselleşme ve bilgi ekonomisinin piyasalarda rekabeti daha zorlu hale getirmesi, halihazırda büyük işletmelerle rekabet etmekte zorlanan KOBİ'leri de yakından ilgilendirmektedir. Hem gelişmekte olan ülkelerde hem de gelişmiş ülkelerde ekonomilerin temel yapı taşları konumunda bulunan ve istihdama, milli gelire, ihracata ve inovasyona yüksek düzeyde katkı sağlayan KOBİ'lerin; faaliyete başlamak, yeni ürünler geliştirmek, yeni yatırımlar yapmak, yeni işgücü istihdam etmek ve büyümek için finansmana gereksinimleri vardır. Ölçek ekonomisi nedeniyle uygun şartlarda finansmana yeterli şekilde erişemeyen ve dış kaynak olarak banka kredilerine bağımlı şekilde faaliyet göstermek zorunda kalan ve göreceli daha yüksek faiz oranları ile kredi kullanabilen KOBİ'ler için önemli bir finansman kaynağı alternatifi de borsadır. Borsada hisse senetlerini başarılı bir şekilde ihraç ederek özkaynak oranını ve borçlanma kapasitesini artıran işletme, borsada tanınmanın getirdiği avantaj ile kredibilitesini de artırma ve göreceli daha ucuz yabancı kaynaklara ulaşma şansı yakalar. Borsanın sağladığı avantajların paralelinde birçok ülkede daha çok KOBİ'nin halka açılması amacıyla düzenlemeler yapılmaktadır. Ülkemizde de son yıllarda Halka Arz Seferberliği kapsamında borsaya açılacak KOBİ'lere teşvik ve kolaylık sağlayan düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Güncel gelişmeler ışığında ve KOBİ'lerin artan önemine bağlı olarak, bu işletmelerin performans yönetim süreçlerini hayata geçirmeleri her geçen gün daha gerekli hale gelmektedir. KOBİ'ler; faaliyetlerine devam edebilmek, sürecin getirdiği avantajlardan yararlanabilmek ve kıt finansal kaynakları verimli, etkin ve etkili bir şekilde kullanarak büyüebilmek için finansal performanslarını ölçmek ve denetlemek zorundadır. Bu noktada hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerin finansal performanslarını hangi faktörlerin belirlediğini tespit etmek, hem borsa açısından hem de işletmeler açısından yararlı olacaktır. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı, hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerin finansal performanslarının hangi faktörlerden etkilendiğini Türkiye özelinde belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda hazırlanan üç bölümlük çalışmanın ilk iki bölümü teorik çerçeveden, son bölümü ise uygulamadan oluşmaktadır.

Birinci bölümde seçilmiş gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde ve uluslararası

kalkınma kuruluşlarında kullanılan KOBİ tanımları verilmiş; KOBİ'lerin karakteristik özelliklerine değinilmiş; bu işletmelerin önemine ve ekonomiye katkılarına vurgu yapılmış; finansman kaynakları ve finansman sorunları ve önümüzdeki yıllarda uygulanmaya başlayacak olan Basel III'ün KOBİ'lere muhtemel etkileri üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde performans kavramıyla birlikte performans yönetim ve ölçümü açıklanmış; performansın stratejik bileşeni olan finansal performans, finansal performans ölçümünde kullanılan muhasebe, değer ve piyasa bazlı finansal performans göstergelerine ayrıntılı bir şekilde değinilmiş ve bütüncül bir performans yaklaşımı olan dengeli sonuç kartı uygulamasına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerde finansal performansı belirleyen faktörleri belirlemek amacıyla Türkiye'ye ilişkin ekonometrik modeller kurulmuş ve sonuçlar literatürden de yararlanılarak yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİLERİN TEMEL YAPI TAŞLARI: KOBİ'LER

1.1. KOBİ TANIMI

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ'ler) üretim, ticaret, hizmet ve tarım gibi çok farklı sektörlerde farklı dinamiklerle faaliyet gösterebilen ve genel olarak sınırlı varlıklara sahip işletmeler olarak tanımlanabilmekle beraber subjektif ifadelerin ötesinde standardize edilmiş bir tanımın çerçevesinde hangi işletmelerin KOBİ sınıfına gireceğinin objektif olarak belirlenmesi birçok açıdan gerekli ve önemlidir. Karar vericiler tarafından KOBİ'lere yönelik politikaların tespit edilmesi, KOBİ'lere finansal ve teknik destekler sağlayan organizasyonların kesin tanımları yapılmış hedef gruba odaklanması ve KOBİ'lerin ekonomilerdeki konumlarının saptanması ve izlenmesi için nicel sınırlara sahip ortak bir tanımın en azından ulusal düzeyde gerekliliği ortadadır (Gibson ve Van Der Vaart, 2008: 9-10).

KOBİ'lerin üzerinde uzlaşmış uluslararası ortak bir tanımları bulunmamaktadır. Ulusal devletler, uluslararası/bölgesel ekonomik birlikler ve kalkınma kuruluşları birbirinden farklı birçok KOBİ tanımları kullanmakla birlikte; tanımlar ülke içerisindeki kuruluşlara, üretim ve hizmet sektörlerine bağlı olarak da farklılık gösterebilmektedir. KOBİ'lerin ülkeler ve uluslararası kalkınma kuruluşları düzeyinde sınıflandırılmasında en yaygın olarak kullanılan kriterler çalışan sayısı, satış hasılatı ve varlık büyüklüğüdür.

1.1.1. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde KOBİ Tanımları

Ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP-United Nations Development Programme), Uluslararası Para Fonu (IMF-International Monetary Fund) ve Dünya Bankası'nca (World Bank) farklı isimlerle gruplandırılmaktadır. UNDP ve IMF tarafından “gelişmekte olan ülkeler” (developing countries/emerging and developing countries) olarak adlandırılan ülkeler grubu Dünya Bankası'nca düşük ve orta gelirli ülkeler (low and middle income countries) olarak ve yine UNDP ve IMF tarafından “gelişmiş ülkeler” (developed/advanced countries) olarak adlandırılan ülkeler grubu ise Dünya Bankası'nca yüksek gelirli ülkeler (high

income countries) olarak sınıflandırılmaktadır (Nielsen, 2011: 19). Çalışmada ülkeler gelişmişlik düzeyine göre sınıflandırılırken UNDP ve IMF'nin isimlendirmeleri ve Dünya Bankası'nın Atlas metoduna göre hesaplanan değerler dikkate alınacaktır. Atlas metoduna göre ilgili ülkenin brüt milli geliri (GNI-gross national income), yıl ortası ülke nüfusuna bölünerek cari fiyatlarla Amerikan dolarına çevrilmekte ve kişi başına brüt milli gelir elde edilmektedir. Kişi başına brüt milli geliri 11.906\$'dan daha az olan ülkeler gelişmekte olan ülkeler, kişi başına brüt milli geliri 11.906\$ ve üstünde olan ülkeler ise gelişmiş ülkeler olarak kabul edilmektedir (The World Bank Group, 2010: 6; data.worldbank.org/GNI per capita). Gelişmiş ülkelerdeki KOBİ¹ tanımlarının üst sınırları, dolar ve avro gibi uluslararası piyasalarda sıklıkla kullanılan para birimleri baz alındığında, ekonomik gelişmişlik farklarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksektir.

1.1.1.1. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ Tanımları

2011 verilerine göre dünyanın en büyük 10 ekonomisi arasında yer alan Rusya Federasyonu ve Hindistan da Türkiye'yle birlikte KOBİ tanımlarının incelenmesi için seçilmiştir (data.worldbank.org/GDP).

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 10.510\$ olan Türkiye, KOBİ tanımında çalışan sayısı, yıllık net satış hasılatı ve yıllık mali bilanço değerlerini kullanmaktadır (data.worldbank.org/GNI per capita; 2005/9617 No'lu Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeleri Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılmaları Hakkında Yönetmelik):

Tablo 1.1. Türkiye'de KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Mikro	Küçük	Orta
Çalışan sayısı	≤9	10-49	50-249
Yıllık net satış hasılatı (Milyon TL)	≤1	≤8	≤40
Yıllık mali bilanço değeri (Milyon TL)	≤1	≤8	≤40

¹ Çalışmada aksi belirtilmedikçe KOBİ ifadesi küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin yanında mikro işletmeleri de kapsamaktadır

İlgili yönetmeliğe göre çalışan sayısı 250'nin altında ve yıllık net satış hasılatı (geliri) veya mali bilanço değeri (aktif toplamı) 40 milyon TL'yi aşmayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir. Türkiye'de 2005'e dek ortak bir KOBİ tanımının bulunmamasının bu işletmelere yönelik politika oluşturulmasını güçleştirmesi nedeniyle aynı yıl ortak KOBİ tanımına geçilmiş, ilgili yönetmelik 2012'de revize edilerek net satış hasılatı ve mali bilanço değeri üst sınırı 25 milyon TL'den 40 milyon TL'ye çıkarılmıştır. Avrupa Birliği'nin 2003'te üye ülkelere tavsiye niteliğinde yayınladığı ortak KOBİ tanımına geçilmesi de Türkiye'deki uyumlaştırma çalışmalarına katkı sağlamış ve süreci hızlandırmıştır. Avrupa Birliği'nde mevcut KOBİ tanımı ise şu şekildedir (European Commission, 2003: 14):

Tablo 1.2. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Mikro	Küçük	Orta
Çalışan sayısı	≤9	10-49	50-249
Yıllık net satış hasılatı (Milyon Avro)	≤2	≤10	≤50
Yıllık mali bilanço değeri (Milyon Avro)	≤2	≤10	≤43

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 10.810\$ olan Rusya, KOBİ tanımında çalışan sayısı ve yıllık satış hasılatı kriterlerini kullanmaktadır (data.worldbank.org/GNI per capita; rcsme.ru/SME Statistics in Russia).

Tablo 1.3. Rusya'da KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Mikro	Küçük	Orta
Çalışan sayısı	<15	16-100	101-250
Yıllık satış hasılatı (Milyon Ruble ²)	<60	<400	<1.000

Rusya'da çalışan sayısı 251'in altında ve yıllık satış hasılatı 1 milyar Ruble'yi aşmayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir.

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 1.450\$ olan Hindistan, KOBİ

² USD/RUB=32,23 (1 Ekim 2013)

tanımında iki farklı sektör için tesis&makine ve teçhizat yatırımı olmak üzere iki ayrı kriter kullanmaktadır (data.worldbank.org/GNI per capita; dcmsme.gov.in/Definition of Micro, Small and Medium Enterprises).

Tablo 1.4. Hindistan’da KOBİ Tanımı

Tanım kriteri-Sektör	Mikro	Küçük	Orta
Tesis&Makine yatırımı-Üretim (Milyon Rupî ³)	≤2,5	≤50	≤100
Teçhizat yatırımı-Hizmet (Milyon Rupî)	≤1	≤20	≤50

Hindistan’da tesis&makine yatırımı 100 milyon Rupî’yi aşmayan üretim sektörü işletmeleri ve teçhizat yatırımı 50 milyon Rupî’yi aşmayan hizmet sektörü işletmeleri KOBİ olarak kabul edilmektedir.

1.1.1.2. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ Tanımları

2011 verilerine göre Avrupa Birliği ülkeleriyle birlikte dünyanın en büyük gelişmiş ülke ekonomileri arasında yer alan Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve Kanada; KOBİ tanımlarının incelenmesi için seçilmiştir (data.worldbank.org/GDP).

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 48.550\$ olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD), farklı sektörler için sadece küçük işletmeleri tanımlamıştır. ABD’de sektörler için oldukça fazla tanım yapıldığı için genel olarak özetlendiğinde; üretim sektöründe çalışan sayısı 500’ü, toptan ticaret sektöründe çalışan sayısı 100’ü, tarım sektöründe yıllık satış hasılatı 750.000\$’ı, perakende ticaret ve hizmet sektöründe 6,5 milyon \$’ı ve inşaat sektöründe yıllık satış hasılatı 31 milyon \$’ı aşmayan işletmeler küçük işletme olarak sınıflandırılmaktadır (data.worldbank.org/GNI per capita; Senderovitz, 2009: 985).

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 46.730\$ olan Kanada, KOBİ sınıflandırmasında yıllık satış hasılatı ve çalışan sayısı kriterlerini dikkate almaktadır (data.worldbank.org/GDP; sbinfocanada.about.com/SME)

³ USD/INR=62,47 (1 Ekim 2013)

Tablo 1.5. Kanada’da KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Mikro	Küçük	Orta
Çalışan Sayısı	<5	<100 (üretim) <50 (hizmet)	<500
Yıllık satış hasılatı (Milyon Dolar)	<50	<50	<50

Kanada’da çalışan sayısı 500’ün, yıllık satış hasılatı ise 50 milyon \$’ın altında olan işletmeler KOBİ olarak sınıflandırılmaktadır.

2011 verilerine göre kişi başına brüt milli geliri 45.130\$ olan Japonya; KOBİ tanımında dört farklı sektör için işletmeleri küçük ve orta şeklinde sınıflandırmaksızın çalışan sayısı ve sermaye kriterleri olmak üzere iki farklı kriter kullanmaktadır (data.worldbank.org/GNI per capita; Asia Pacific Economic Cooperation [APEC], 2006: 48).

Tablo 1.6. Japonya’da KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Üretim ve Diğer	Toptan ticaret	Hizmet	Perakende ticaret
Çalışan sayısı	≤300	≤100	≤100	≤50
Sermaye (Milyon Yen ⁴)	≤300	≤100	≤50	≤50

Japonya’da ilgili sektörde iki kriterden en az birini karşılayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir.

1.1.2. Uluslararası Kalkınma Kuruluşlarında KOBİ Tanımları

Uluslararası kalkınma kuruluşlarından Uluslararası Finans Kuruluşu ve Amerika Ülkeleri Kalkınma Bankası, göreceli daha kapsamlı tanımlar kullanmaları nedeniyle KOBİ tanımlarını incelemek için seçilmiştir.

1956’da kurulan ve Dünya Bankası’na bağlı olarak faaliyet gösteren Uluslararası

⁴ USD/JPY=98,04 (1 Ekim 2013)

Finans Kuruluşu (IFC-International Finance Corporation), uluslararası düzeydeki en büyük kalkınma kuruluşu olmakla beraber özellikle gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün gelişimine ve yoksulluğun azaltılmasına odaklanmıştır. Dünya Bankası'na bağlı kuruluşlarla ortak çalışabilen fakat yasal ve finansal olarak bağımsız konumda olan ve politikaları üye 184 ülke tarafından belirlenen Uluslararası Finans Kuruluşu; 100'ün üzerindeki gelişmekte olan ülkede istihdam oluşturulması, kurumsal yönetimin geliştirilmesi ve vergi gelirlerinin artırılması amacıyla işletmeleri ve finansal kuruluşları desteklemektedir ([ifc.org/About IFC](http://ifc.org/About%20IFC)). Uluslararası Finans Kuruluşu KOBİ tanımında çalışan sayısı, yıllık mali bilanço değeri ve yıllık satış hasılatı kriterlerini kullanmaktadır ([ifc.org/Interpretation Note on Small and Medium Enterprises and Environmental and Social Risk Management](http://ifc.org/Interpretation%20Note%20on%20Small%20and%20Medium%20Enterprises%20and%20Environmental%20and%20Social%20Risk%20Management)).

Tablo 1.7. Uluslararası Finans Kuruluşu'na Göre KOBİ Tanımı

Tanım kriteri	Mikro	Küçük	Orta
Çalışan sayısı	<10	10-49	50-299
Yıllık mali bilanço değeri (Milyon \$)	<0,1	<3	<15
Yıllık satış hasılatı (Milyon \$)	<0,1	<3	<15

Uluslararası Finans Kuruluşu'na göre çalışan sayısının 300'den az olması, yıllık mali bilanço değeri ve yıllık satış hasılatının 15 milyon \$'dan daha az olması kriterlerinden en az ikisini karşılayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir.

1959'da kurulan ve 48 ülkenin üye olduğu Amerika Ülkeleri Kalkınma Bankası (IADB-Inter-American Development Bank), Latin Amerika ve Karayip ülkelerinde sürdürülebilir ekonomik, sosyal ve kurumsal gelişimi sağlamak amacıyla kamu ve özel sektöre finansal ve teknik destek sağlamaktadır. Bölge ülkelerinde yoksulluğu ve gelir eşitsizliğini azaltma hedefine odaklanan Amerika Ülkeleri Kalkınma Bankası, çalışan sayısı en fazla 100 ve yıllık satış hasılatı en fazla 3 milyon \$ olan işletmeleri KOBİ olarak sınıflandırmaktadır ([iadb.org/About the Inter-American Development Bank](http://iadb.org/About%20the%20Inter-American%20Development%20Bank); Gibson ve Van Der Vaart, 2008: 5).

1.2. KOBİ'LERİN KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ ve TEMEL İSTATİSTİKLER

KOBİ'ler farklı nicel ölçütler esas alınarak ülkeler ve uluslararası kuruluşlarca farklı şekillerde tanımlansa da; ortak genel özelliklere sahiptir ve sayı bakımından ülkelerdeki işletmelerin önemli bir kısmını oluşturur.

1.2.1. KOBİ'lerin Karakteristik Özellikleri

KOBİ'ler piyasada yaşanan değişimlere faaliyetlerini, ürünlerini ve satış stratejilerini büyük işletmelere kıyasla hızlı bir şekilde dönüştürerek cevap verebilme yeteneğine sahip ekonomik birimlerdir. Bu dönüşüm hızının yüksek olmasının, yönetim ve işletme içi iletişim olmak üzere iki boyutu vardır. Basit ve esnek yönetim yapılarına ve süreçlerine sahip olma ve etkin ve yazılı olmayan iletişim kanallarının varlığı, bürokrasiyi azaltıp ortaya çıkan problemlerin çözümünü kolaylaştırırken dış kaynaklı değişimlere verilecek reaksiyonların hızlı olmasını sağlar. Karmaşık olmayan yönetim yapısı aynı zamanda yönetim giderlerinin de göreceli olarak düşük seyretmesine neden olur (Pepryn ve Kubickova, 2011: 168). Çalışan sayısının az olduğu bu tür emek yoğun işletmelerde ortaya çıkması muhtemel aidiyet duygusunun beraberinde getirdiği yüksek motivasyon, verimliliği artırıcı etkide bulunur (Ni ve Chang, 2004: 1,3). Yine bu işletmelerde büyük işletmelerden daha az sayıda çalışan bulunması nedeniyle çalışanların performansları hem daha az maliyetle hem de daha hızlı takip edilir (De Kok, Vroonhof, Verhoeven, Timmermans, Kwaak, Snijders ve Westhof, 2011: 13).

Hedef kitleyle birebir ve direkt iletişim fırsatı, bu işletmelere müşterilerin ihtiyaçlarını daha iyi analiz edebilme, yerel piyasaları daha etkili bir şekilde gözlemleme ve bu piyasalara rasyonel şekilde nüfuz etme şansı verir. Enerji ve hammaddeye bağımlılık düzeyi düşük olan KOBİ'ler, petrol krizi gibi enerji darboğazı dönemlerini de yapıları itibarıyla daha az zararla atlatır (Pepryn ve Kubickova, 2011: 168). KOBİ'lerin kuruluş maliyetleri büyük işletmelere göre genellikle çok yüksek tutarlarda olmadığı için; etkin bir şekilde yönetilen işletme, başlangıç maliyetlerini kısa sürede karşılayabilir (Heberer, Kohl, Lai ve Vin, 1999: 18). Girişimcilik ruhunun baskın olduğu KOBİ'lerde hem risk alma iştahının yüksek olması hem de yaratıcı fikirler ile piyasa arasındaki mesafenin kısa olması, yenilikçi uygulamaların ve ürünlerin ortaya

çıkma şansını artırır (Ionita, Popescu, Done, Andrei, Matei ve Subic, 2009: 222).

Büyük işletmelerle karşılaştırıldıklarında birtakım avantajlara sahip olan KOBİ'ler, yine yapılarından kaynaklanan nedenlerle ortaya çıkan ve dezavantaj olarak nitelendirilebilecek özelliklere de sahiptir. KOBİ'ler doğaları gereği sınırlı özkaynaklar ile kurulduklarından ve yabancı kaynaklara uygun koşullarda ulaşımında sıkıntı yaşadıklarından dolayı büyük tutarlı yatırımlar gerektiren sektörlerle girememekte ve pazarlama, promosyon ve araştırma-geliştirme gibi faaliyetlere de yeterince kaynak ayıramamaktadır. Yetersiz finansal kaynaklar dolayısıyla büyüme fırsatlarını etkin bir şekilde değerlendiremeyen KOBİ'ler profesyonel yönetici kadrosu ve kalifiye çalışan eksikliği nedeniyle de genellikle yetersiz işgücü ile faaliyetlerini devam ettirmek zorunda kalır. Uzman kadro eksikliğinin paralelinde uluslararası ticaret yasalarının, düzenlemelerinin ve prosedürlerinin anlaşılmasında ve diğer ülkelerdeki potansiyel ortakların bulunmasında yaşanan zorluklar bu işletmelerin uluslararası piyasalara katılım düzeyinin düşük kalmasına neden olmaktadır (Pepryn ve Kubickova, 2011: 168). Büyük işletmelere göre daha az sayıda müşteri ile çalışmak durumunda kalan ve yerel piyasalara bağımlı bu işletmeler, iş yaptıkları tek bir alıcının iflas etmesi halinde bile finansal olarak çok zor durumlara düşebilmektedir (Dejonckheere, Ramioul ve Van Hootegeem, 2003: 11)

İşletmeler büyüdüklerinde ve üretim miktarlarını belirli bir kapasiteye kadar artırdıklarında, toplam maliyetlerin artmasına rağmen birim başına sabit maliyetler düştüğü için birim başına maliyet de düşer ve üretim miktarına bağlı olarak verimlilik yükselir. Ölçek ekonomisi olarak adlandırılan bu durum, fiyatların düşmesi ve kârların artmasıyla büyük işletmelere KOBİ'ler üzerinde önemli bir rekabet üstünlüğü sağlar. Ölçek ekonomisinin beraberinde getirdiği avantajlardan yoksun olarak faaliyetlerine devam etmek zorunda olan işletmeler, büyük işletmelerin üretim yaptığı sektörlerde rekabete girmekte zorlanır (Quek, 2011: 2). Kaynakların sınırlılığı ve maliyetlerin yüksekliği nedeniyle birçok modern teknolojik gelişmenin ve uygulamanın uzağında kalan KOBİ'ler; yerel piyasaların küçük ve istikrarsız oluşunun yanında bu piyasalardaki yüksek rekabetin varlığından da olumsuz olarak etkilenmektedir (Heberer ve diğ., 1999: 18).

1.2.2. Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerde Temel KOBİ İstatistikleri

Dünya Bankası'na bağlı olarak çalışan Uluslararası Finans Kuruluşu'nun yaptığı araştırmaya göre verilerine ulaşılabilen 132 ülkede 2010 itibariyle 89 milyonu geliştirmekte olan ülkelere ve 36 milyonu gelişmiş ülkelere olmak üzere toplam 125 milyon kayıtlı KOBİ⁵ bulunmaktadır. Aynı kuruluşun 2000 sonrasındaki daha kesin verilere dayanan ve 116 ülkeyi kapsayan bir başka araştırmasına göre ise 13.763.465'i Latin Amerika ve Karayipler'de, 13.154.122'si Sahra-Altı Afrika'da, 4.488.767'si Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da, 6.667.715'i Avrupa ve Orta Asya'da, 7.451.803'ü Güney Asya'da, 39.293.783'ü Doğu Asya ve Pasifik'te olmak üzere geliştirmekte olan ülkelere toplam 84.819.655 kayıtlı KOBİ bulunurken; 36.878.280'i Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği'ne (OECD-Organisation for Economic Co-Operation and Development) üye gelişmiş ülkelere ve 1.848.282'si de OECD dışı gelişmiş ülkelere olmak üzere gelişmiş ülkelere toplam 37.066.562 kayıtlı KOBİ bulunmaktadır. 132 ülkenin dahil edildiği ilgili araştırmada her 1.000 kişiye ortalama olarak 31 kayıtlı KOBİ düşmektedir ve bu sayı 2000-2009 yılları arasında %6 artış göstermiştir. Aynı dönemde 1.000 kişiye düşen KOBİ sayısı Avrupa ve Orta Asya'da %15, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %9 ve Doğu Asya ve Pasifik'te %8 artmıştır. Özellikle Avrupa ve Orta Asya'daki yüksek artış hızı Sovyetler sonrası artan özelleştirmeler ve Doğu Avrupa ülkelerinin Avrupa Birliği'ne katılmaları ile açıklanabilir. Gelişmekte olan ülkelere kayıtlı KOBİ sayısının artış hızı gelişmiş ülkelere daha yüksek iken, gelişmiş ülkelere de kişi başına düşen ortalama kayıtlı KOBİ sayısı geliştirmekte olan ülkelere kıyasla daha yüksektir (Kushnir, Mirmulstein ve Ramalho, 2010: 1,3,4).

Kayıtlı işletmelerle birlikte kayıt dışı işletmeler de dikkate alındığında toplam KOBİ sayısının geliştirmekte olan ülkelere 365-445 milyon, gelişmiş ülkelere ise 55-65 milyon arasında olduğu tahmin edilmektedir. Bu veriler; özellikle geliştirmekte olan ülkelere önemli sayıda işletmenin kayıt dışı şekilde, yasal düzenlemelere tabi olmaksızın faaliyette bulunduğunu göstermektedir (International Labour Office, 2007: 1; Stein, Golland ve Schiff, 2010: 2-3). Örneğin kayıt dışı KOBİ sayısı, 1,6 milyon kayıtlı KOBİ'nin bulunduğu Hindistan'da 27 milyona kadar çıkabilmektedir (Kushnir ve diğ., 2010: 2). Hindistan gibi geliştirmekte olan ülkelere KOBİ'ler çoğunlukla vergi kesintileri, sosyal güvenlikle ilgili ödemeler, asgari ücret, azami çalışma süresi ve

⁵ KOBİ'lere ait istatistiklerde aksi belirtilmedikçe ülkelerin kendi KOBİ tanımları baz alınmıştır

güvenlik standartları gibi yasal düzenlemeler dolayısıyla ortaya çıkan maliyetlerden kaçınmak amacıyla kayıt dışı kalmayı tercih etmektedir (Stern ve Loeprick, 2007: 5; Schneider ve Buehn, 2009: 2).

Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde kayıtlı KOBİ sayısı, 1.000 kişiye düşen kayıtlı KOBİ sayısı ve KOBİ'lerin sektörlere dağılımı temel istatistikler olarak seçilmiştir. 2011 verilerine göre gelişmekte olan ülkeler kategorisindeki en büyük 10 ekonomi arasında bulunan ülkelere ilişkin elde edilebilen en güncel KOBİ sayısı ve 1.000 kişiye düşen KOBİ sayısı istatistikleri aşağıdaki gibidir (data.worldbank.org/GDP; ifc.org/MSME Country Indicators):

Tablo 1.8. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Temel KOBİ İstatistikleri

Ülke	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Milyon \$)	KOBİ sayısı	1.000 kişiye düşen KOBİ sayısı
Çin	7.318.499	10.231.000	7,7
Brezilya	2.476.652	3.907.820	20,6
Rusya	1.857.770	1.361.837	9,6
Hindistan	1.847.982	1.552.492	1,4
Meksika	1.155.316	3.728.049	35,1
Endonezya	846.832	22.655.831	99,7
Türkiye	773.091	2.564.809	35,1
Arjantin	445.989	460.686	11,6
Güney Afrika	408.237	1.800.000	38,8
Tayland	345.649	2.264.525	34

2011 verilerine göre gelişmiş ülkeler kategorisindeki en büyük 10 ekonomi arasında bulunan ülkelere ait kayıtlı KOBİ sayısı ve 1.000 kişiye düşen kayıtlı KOBİ sayısına ilişkin elde edilebilen en güncel istatistikler ise aşağıdaki gibidir (data.worldbank.org/GDP; ifc.org/MSME Country Indicators):

Tablo 1.9. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere İlişkin Temel KOBİ İstatistikleri

Ülke	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Milyon \$)	KOBİ sayısı	1.000 kişiye düşen KOBİ sayısı
ABD	15.094.000	6.004.056	20,1
Japonya	5.867.154	5.706.016	44,7
Almanya	3.570.556	1.791.786	21,7
Fransa	2.773.032	2.563.929	41,4
Birleşik Krallık	2.431.589	1.664.489	27,3
İtalya	2.194.750	3.900.684	67,7
Kanada	1.736.051	1.082.779	32,5
İspanya	1.490.810	2.709.092	60,4
Avustralya	1.371.764	834.062	39,6
Güney Kore	1.116.247	2.974.185	61,4

KOBİ sayısı ve 1.000 kişiye düşen KOBİ sayısı istatistiklerine ek olarak gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde kayıtlı KOBİ sayılarının tüm işletmeler içindeki payları çok yüksektir. Bu oran ABD’de %99,7, Japonya’da %99, Almanya’da %99,5, Fransa’da %99,8, İtalya’da %99,9, İspanya’da %99,9, Birleşik Krallık’ta %99,6, Norveç’te %99,8, Çin’de %99, Brezilya’da %99,2, Hindistan’da %95, Türkiye’de %99,9 ve Meksika’da %89,7’dir (United Nations Conference On Trade And Development [UNCTAD] Secretariat, 2005: 19; Schmiemann, 2008: 3; Eurostat, 2011: 12; Xu ve Liu, 2011: 8; TurkStat, 2012). Gelişmekte olan ülkelerin en büyük ekonomilerinde 1.000 kişiye düşen ortalama KOBİ sayısı 29,4 iken, bu sayı gelişmiş ülkelerin en büyük ekonomilerinde 41,7’dir. 132 ülkeden oluşan dünya ortalamasının 31 olduğu dikkate alındığında, en büyük 10 gelişmekte olan ülke ekonomisinin ortalaması bile dünya ortalamasının altında kalmaktadır. İki ülke grubu arasında oluşan bu farklılık; gelişmiş ülkelerde ekonomik gelişmişlik ve gelir düzeyinin, gelişmekte olan

ülkelerde ise kayıt dışılık oranının göreceli daha yüksek olması ile açıklanabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük 10 ekonomisinde KOBİ sayılarının üretim, hizmetler, ticaret sektörlerine ve diğer sektörlerle göre dağılımı şu şekildedir (ifc.org/MSME Country Indicators):

Tablo 1.10. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ’lerin Sektörel Dağılımı

Ülke	Üretim	Hizmetler	Ticaret	Diğer
Çin	%18,6	%49,1	%18,8	%13,5
Brezilya	%8,8	%35,1	%45,7	%10,4
Rusya	%10,9	%37,5	%42,1	%9,5
Hindistan	%59,2	%17	%8,3	%15,5
Meksika	%7,8	%36,2	%50	%6
Endonezya ⁶	%6,3	%4,5	%28,9	%60,3
Türkiye	%12,5	%24,1	%45,8	%17,6
Arjantin	%46,9	%30,8	%5,6	%16,7
Güney Afrika ⁷	%8,3	%15,9	%24,5	%51,3
Tayland	%35	%33,5	%14,3	%17,2

Gelişmiş ülkelerin en büyük 10 ekonomisinde KOBİ sayılarının üretim, hizmetler, ticaret sektörlerine ve diğer sektörlerle göre dağılımı ise şu şekildedir (Iversen, 2003: 50; Cavalca, Rinaldi, Santi ve Gazzotti, 2009: 5; JSBRI, 2011: 61; Business Development Bank of Canada [BDC], 2011: 1; Pereira ve Vilaume, 2012: 4; KFW, 2012: 1; European Commission 2012: 1; ifc.org/MSME Country Indicators):

⁶ Endonezya’daki KOBİ’lerin %51,5’i tarım sektöründe faaliyet göstermektedir

⁷ Güney Afrika’daki KOBİ’lerin %41,6’sı finansal hizmetler sektöründe faaliyet göstermektedir

Tablo 1.11. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ'lerin Sektörel Dağılımı

Ülke	Üretim	Hizmetler	Ticaret	Diğer
ABD	%4,7	%68,3	%17,5	%9,5
Japonya	%10,8	%60,7	%26,5	%2
Almanya	%7,6	%58,7	%18,7	%15
Fransa	%7	%52	%13	%28
Birleşik Krallık	%9	%61,4	%19,8	%9,8
İtalya	%12	%35	%28	%25
Kanada	%4,8	%52,6	%18,4	%24,2
İspanya ⁸	%7	%61	%32	-
Avustralya	%9,2	%61,8	%15,3	%13,7
Güney Kore	%11,1	%48,7	%28	%12,2

Büyük ekonomilerde KOBİ'ler; üretim, hizmetler ve ticaret olmak üzere başlıca üç sektörde yoğunlaşmaktadır. KOBİ'ler gelişmekte olan ülkelere sadece Endonezya'da tarım sektöründe yoğun olarak faaliyet göstermektedir. Üretim sektörünün payı, gelişmekte olan ülkelere göre genel olarak daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelere göre Çin'de hizmetler sektörü ilk sıradayken, gelişmiş ülkelerin tümünde KOBİ'lerin sayıca en fazla olduğu sektör hizmetler sektörüdür. KOBİ'lerin gelişmiş ülkelere hizmetler sektöründe yoğunlaşması; gelir düzeyinin yüksekliği ve sanayileşme süreci ile doğrudan ilişkilidir. Kişi başına gelir arttıkça tarım sektörü ağırlıklı ekonomiden sırayla üretim/sanayi ve hizmet ağırlıklı ekonomilere geçiş yapılır. Ekonomilerin yaşadığı bu yapısal dönüşümün temelinde tüketici talebi ve işgücü verimliliği yatar. Hane halklarının geliri arttıkça tarımsal ürünlere olan talep doğal sınırına ulaşır ve bu aşamadan sonra bu kez sanayi ürünlerine olan talep artmaya başlar. Bu paralelde makinelerle dayalı tarım teknolojilerinin yaygınlaşması tarım sektöründe verimliliği artırırken, tarım sektöründe açığa çıkan

⁸ İspanya'daki KOBİ'lerin %61'i hizmetler ve diğer sektörlerde faaliyet göstermektedir

işgücü büyüyen sanayi sektörüne kayar. Sanayileşme olarak adlandırılan bu süreçten sonra sanayileşme sonrası (post-sanayileşme) döneme geçilir. Hane halklarının geliri artmaya devam ettikçe bireylerin materyallere olan gereksinimi azalırken sağlık, eğitim ve eğlence gibi hizmetlere dayalı sektöre olan talep artar. Hizmetler sektöründe makineleşme düzeyi düşük olduğundan gelişmiş ölkelerde bu sektörün payı büyümeye devam ederken tarım ve üretim sektörlerinin payı gittikçe daralır (Subbotina ve Sheram, 2000: 50-52; Noland, Park ve Estrada, 2012: 2).

1.3. KOBİ'LERİN ÖNEMİ ve EKONOMİLERE KATKILARI

KOBİ'lerin ekonomik büyümenin sürükleyici unsurları olduğu; politika üreticileri, ekonomistler ve iş uzmanları tarafından yaygın bir şekilde kabul görmektedir. KOBİ'ler istihdam olanaklarını, üretim miktarlarını, ihracat kapasitesini ve yenilik (inovasyon) düzeyini artırarak ekonomik büyümeye ve gelişmeye katkı sağlamaktadır (National Credit Regulator, 2011: 7). Artan sayıları doğrultusunda piyasada rekabeti ve verimliliği artırıcı etkisi de bulunan KOBİ'lerin ekonomilere katkıları istihdam ve ekonomik aktivite, ihracat ve inovasyon olmak üzere üç başlık altında toplanarak incelenebilir.

1.3.1. İstihdama ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya Katkıları

KOBİ'ler tüm dünyada önemli istihdam olanakları yaratmakla beraber özellikle gelişmekte olan ölkelerde işgücüne katılımı sınırlı olan düşük gelirli hanelere ve kadınlara, emek yoğun işletmeler olmalarından dolayı, çalışma alanları oluşturarak yoksulluğun azaltılmasında ve gelir eşitsizliğin kısmen de olsa düzeltilmesinde etkili olmakta ve bu bağlamda sosyal istikrarı olumlu bir şekilde etkilemektedir. Büyük işletmelerle karşılaştırıldıklarında coğrafi olarak daha dengeli bir dağılım gösteren KOBİ'ler, oluşturdukları istihdam olanaklarının paralelinde üretilen gelirin kentsel ve kırsal alanlar arasında daha dengeli dağılmasını sağlamaktadır. Gelişmekte olan ölkelerde daha çok üretim sektöründe faaliyet gösteren bu işletmeler, tarım toplumundan sanayi toplumuna geçiş sürecinde de kilit bir rol oynamakta ve ekonomik faaliyet sonucu katma değer yaratarak ekonomik gelişmeyi hızlandırmaktadır. KOBİ'ler, kaynakları ekonominin her seviyesinde üretime katarak büyük işletmelerle

birlikte dinamik bir ekonomik sistem ortaya çıkarmaktadır (Hobohm, 2001: 3-4; United Nations Industrial Development Organization [UNIDO], 2002: 2-3).

Tüm dünyada kayıtlı işletmelerin sayıca çok önemli bir kısmını oluşturan kayıtlı KOBİ'ler, dünyadaki kayıtlı istihdamın da yaklaşık olarak üçte ikisini sağlamaktadır. Verileri elde edilebilen ülkeler dikkate alındığında ve KOBİ sınıflandırması için 250 çalışan sayısı kriteri seçildiğinde KOBİ'lerin oluşturduğu istihdamın toplam istihdama oranı; gelişmekte olan ülkeler kategorisinin alt grupları olan düşük gelirli ülkelerde ortalamalar alınarak %78, alt-orta gelirli ülkelerde %66,19, üst-orta gelirli ülkelerde %58,15 ve gelişmiş ülkelerde %66,89 olarak hesaplanmıştır (Ayyagari, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 2011: 37). KOBİ'ler gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde belirli bir zaman diliminde üretilen nihai mal ve hizmetlerin toplam piyasa değerini ifade eden ve toplam ekonomik çıktının temel bir göstergesi olan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya da yüksek oranda katkı sağlamaktadır. Kayıtlı KOBİ'lerin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya katkı oranı gelişmekte olan ülkelerde ortalama %29 iken, gelişmiş ülkelerde %49'dur. Kayıt dışı KOBİ'lerin yarattığı hasıla ise gelişmekte olan ülkelerde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın ortalama %37'sine denk gelirken, aynı oran gelişmiş ülkelerde kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin göreceli sınırlı olması nedeniyle %16'ya düşmektedir. İstihdama ve ekonomik aktiviteye katkıya ilişkin oranlar dikkate alındığında KOBİ'lerin ekonomilerin temel yapı taşları olduğu gerçeği net bir şekilde ortaya çıkmaktadır (Ayyagari, Beck ve Demirgüç-Kunt, 2007: 416-419; International Finance Corporation [IFC], 2010: 11; Morris, 2012: 3).

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük on ekonomisinde kayıtlı KOBİ'lerin toplam istihdam içindeki payları, ekonomiye katkı düzeyleri hasıla payı/istihdam payı oranları aşağıdaki gibidir (Prasad ve Shivesh, 2007: 4; Business News Americas, 2010: 1; De Pivetta, 2010: 313; Abor ve Quartey, 2010: 218; The Ministry For Economic Development Of The Russian Federation, 2011: 3; Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı [KOSGEB], 2011: 27; Xu ve Liu, 2011: 8; SME Chamber of India, t.y.: 2; Retallack, 2012: 5; The Support For Economic Development Analysis In Indonesia [SEADI], 2012):

Tablo 1.12. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ'lerin Ekonomilere Katkıları

Ülke	Toplam İstihdam İçindeki Payı	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya Katkı Oranı	Hasıla Payı/İstihdam Payı
Çin	%75	%60	0,8
Brezilya	%60	%30	0,5
Rusya	%25	%21	0,84
Hindistan	%45	%22	0,49
Meksika	%72	%52	0,72
Endonezya	%97	%55	0,57
Türkiye	%78	%55	0,71
Arjantin	%57	%41	0,72
Güney Afrika	%61	%55	0,90
Tayland	%77	%39	0,51

Gelişmiş ülkelerin en büyük on ekonomisinde kayıtlı KOBİ'lerin toplam istihdam içindeki payları, ekonomiye katkı düzeyleri ve hasıla payı/istihdam payı oranları ise aşağıdaki gibidir (UNCTAD Secretariat, 2005: 19; United Nations Economic And Social Commission For Asia And Pacific [UNESCAP], t.y.: 5; Schmiemann, 2008: 3; BDC, 2011: 1-2):

Tablo 1.13. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ'lerin Ekonomilere Katkıları

Ülke	Toplam İstihdam İçindeki Payı	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya Katkı Oranı	Hasıla Payı/İstihdam Payı
ABD	%50	%40	0,8

Tablo 1.13. (Devam) Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ'lerin Ekonomilere Katkıları

Japonya	%70	%50	0,71
Almanya	%61	%53	0,87
Fransa	%61	%54	0,89
Birleşik Krallık	%54	%51	0,94
İtalya	%81	%71	0,88
Kanada	%64	%54	0,84
İspanya	%79	%69	0,87
Avustralya	%70	%30	0,42
Güney Kore	%71	%49	0,69

Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin büyük ekonomilerinde KOBİ'lerin toplam istihdam içindeki payları birbirlerine yakın olmakla beraber gelişmiş ülkelerde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya katkı oranları genel olarak daha yüksektir. KOBİ'lerin verimliliğini ölçen göstergelerden biri olarak yaygın şekilde kullanılan çalışan başına ortaya çıkarılan hasıla yerine karşılaştırma amaçlı kullanılabilen hasıla payı/istihdam payı oranlarına bakıldığında gelişmiş ülkelerdeki KOBİ'lerin daha etkin faaliyet gösterdikleri söylenebilir (Lengyel, 2003: 167; Mourougane, 2012: 11). KOBİ'lerde verimliliği etkileyen faktörler arasında özellikle araştırma&geliştirme (AR&GE) yatırımları ön plana çıkmaktadır (Edison, N'Diaye, Faulkner-MacDonagh, Botman, Nakagawa, 2006: 3; Isaksson, Hee Ng ve Robyn, 2005: 6). Yapılan birçok çalışmada AR&GE yatırımlarının KOBİ'lerde verimliliği artırdığı ortaya konulmuştur. Hall, Lottie ve Mairesse'nin (2009) ve Ortega-Argiles, Piva ve Vivarelli'nin (2011) çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar da bu yöndedir. Gelişmiş ülkelerde AR&GE'ye daha fazla kaynak ayrılması bu konudaki çalışma sonuçlarını desteklemektedir. AR&GE yatırımlarının Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı gelişmiş ülkelere İsrail'de %4,8, Japonya'da %3,4, ABD'de %2,7, Fransa'da %2, Birleşik Krallık ve Norveç'te %1,8 iken gelişmekte olan ülkelere Çin'de %1,4, Rusya ve Brezilya'da %1,1, Güney Afrika'da %0,9,

Hindistan'da %0,8 ve Türkiye'de %0,76'dır (Organisation for Economic Co-Operation and Development [OECD], 2008a: 158; UNESCO Institute For Statistics [UIS], 2011: 2; European Commission, 2011: 2). Gelişmekte olan ülkelerin büyük ekonomilerinde AR&GE'ye ayrılan paylar, %1,7 olan dünya ortalamasının da altında kalmaktadır.

1.3.2. İhracata Katkıları

Ulusal düzeyde ekonomilerin en önemli birimlerinden olan KOBİ'ler, son yıllarda ivme kazanan küreselleşmenin paralelinde uluslararası düzeyde de faaliyetlerini artırmıştır. Mal ve hizmetlerin, sermayenin, işgücünün uluslararası dolaşımını kısıtlayıcı nitelik taşıyan fiziksel, politik, ekonomik ve kültürel engellerin ortadan kaldırılma süreci olarak ifade edilen küreselleşme olgusu; dünyanın tek bir ekonomik pazara dönüşmesine ve ülke ekonomilerinin büyük ölçüde bütünleşmesine neden olmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra artmaya başlayan ve özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hız kazanan küreselleşmenin temelinde teknolojik gelişmeler ve finansal serbestleşme olmak üzere iki dinamik yatmaktadır. Teknolojik gelişmelerin ulaşım ve iletişim maliyetlerini düşürmesi; farklı ülkelerde daha uygun şartlarda üretim yapılabilmesine olanak sağlamış ve dünya piyasasına yeni mal ve hizmetlerin girişini kolaylaştırmıştır. Diğer taraftan ülke ekonomilerinde korumacı politikaların etkisini kaybetmesiyle serbestleşen ticaret, para ve sermaye piyasaları ve artan özelleştirmeler de küreselleşmenin hız kazanmasında etkili olmuştur (Subbotina ve Sheram, 2000: 66; Hibbert, 2001: 2; Hamilton ve Webster, 2009: 5).

Küreselleşme, işletmeler açısından birtakım dezavantajları ve avantajları da beraberinde getirmiştir. Farklı ülke piyasalarına ve tedarikçilere bağımlı olma, işletmeleri dış ekonomilerde ve piyasalarda yaşanabilecek olumsuzluklara karşı savunmasız bırakmakta ve yine küreselleşmenin diğer bir doğal sonucu olarak yurtiçi piyasanın uluslararası rekabete açık hale gelmesiyle birlikte yerel üreticiler rekabet baskısı altında kalmaktadır. Daha çok tüketiciye ve yeni piyasalara ulaşım fırsatı, düşük bedelli yatırım alanı alternatifleri, çok sayıda farklı mal ve hizmet tedarikçisi seçeneği ve düşük maliyetli işgücü ise küreselleşmenin işletmelere sunduğu en önemli avantajlar arasında yer alır (Hamilton ve Webster, 2009: 5-7). Sınır ötesi yatırımlarla beraber küreselleşmenin başlıca bileşeni konumundaki uluslararası ticaret faaliyetlerine katılma

maliyetlerinin de ilgili süreçte düşmesi ve prosedürlerin göreceli daha basit hale gelmesi, dünyada birçok KOBİ'ye küresel piyasaya dahil olma ve farklı ülkelere ihracat yapma fırsatı vermiştir (Hibbert, 2001: 2). Bernard ve Jensen (1999), Greenaway ve Kneller (2007), Ottaviano ve Martincus (2009) ve Kiendrebeogo (2012), ihracat yapan ve ihracat yapmayan işletmeleri karşılaştırdıkları çalışmalarında ihracat yapan işletmelerin daha verimli faaliyet gösterdikleri, daha çok üretim yaptıkları ve çalışanlarına daha fazla ücret ödedikleri sonuçlarına ulaşmışlardır. Mikroekonomik düzeyde işletmelere ciddi katkılar sağlayan ihracat faaliyetleri, makroekonomik düzeyde ülke ekonomileri için de hayati öneme sahiptir. İhracat; döviz girişi ile ödemeler dengesine pozitif etkide bulunmakla beraber yurtiçindeki fazla üretimin yurtdışına transfer edilmesiyle kaynakların daha etkili dağıtılmasını da sağlamaktadır. Yine ihracat ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye bakıldığında ülkelerin karakteristik özelliklerine bağlı olarak uzun döneme ilişkin farklı sonuçlarına ulaşıldığı görülmektedir. Dritsakis (2006), Avrupa Birliği ülkelerinde ve ABD'de ihracat artışının ekonomik büyümeye, ekonomik büyümenin de ihracat artışına neden olduğu sonucuna ulaşırken; Ekanayake (1999) 1960-1997 döneminde Asya'nın gelişmekte olan ülkelerinde tek yönlü ilişkiye ulaşmış ve ihracat artışının ekonomik büyümeyi artırdığını ortaya koymuştur. Safdari, Mahmoodi ve Mahmoodi (2011) seçilmiş Afrika ülkelerini konu ettikleri çalışmalarında ekonomik büyümenin ihracatın granger nedeni olduğunu göstermişlerdir. Anwer ve Sampath (1997) ise 96 ülkenin 1960-1992 dönemi büyüme ve ihracat verilerini kullandıkları analizlerinde birçok ülkede ihracat ve büyüme arasında uzun dönemli denge ilişkisi bulamamışlardır.

Dünyadaki toplam ihracatın yaklaşık %30'unu karşılayan KOBİ'ler özellikle Çin'de ihracatın ve ekonomik büyümenin en önemli aktörleridir. Çin'in toplam ihracatının %68'ini gerçekleştiren KOBİ'ler, ülkedeki ihracat artış hızının halihazırda yüksek olan ekonomik büyüme oranını bile geçmesini sağlamaktadır (Hall, 2007: 29; OECD, 2008b: 2). 2011 itibarıyla 18.255 milyar dolar büyüklüğündeki dünya mal ihracatının, 1.898 milyar dolar ile %10,4'lük kısmını gerçekleştiren Çin⁹; dünyanın bu alanda en çok ihracat yapan ülkesi konumundadır. Çin'deki KOBİ'ler, ihracat payları dikkate alındığında, tek başlarına 1.290 milyar dolar ile dünya mal ihracatının %7'sini gerçekleştirmektedir (World Trade Organization [WTO], 2012: 26,28). Halen aktif

⁹ Çin, 2011 itibarıyla 182 milyar dolar ile dünya hizmet ihracatının da %4,4'ünü karşılamaktadır

durumdaki KOBİ'lerin yarıdan fazlasının son on yılda faaliyete başladığı Çin'de; son yirmi yılda faaliyete başlayan KOBİ sayısı, aynı dönemde ABD ve Avrupa'da faaliyete başlayan toplam KOBİ sayısından daha yüksektir. Çin ekonomisinde yaşanan bu hızlı dönüşümde ve özel sektöre ait KOBİ sayısının hızlı artışında özellikle 1980'lerde Deng Xiaoping'in önderliğinde hayata geçirilen piyasa ekonomisine geçişi amaçlayan reformlar etkili olmuştur. Finansman olanaklarının çoğalması, eğitilmiş nüfusun artması, ucuz işgücünün varlığı, yurtiçi tasarrufun tüketimden fazla olması ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak tedarik zincirinde büyük işletmelere duyulan bağımlılığın azalması da gerçekleştirilen reformlarla birlikte Çin'deki KOBİ'lerin küresel ekonomik güç haline gelmelerine ve ihracat yoluyla ekonomik büyümeyi tetiklemelerine katkı sağlamaktadır (Hall, 2007: 29,31,32).

Dünyanın büyük ekonomilerinde ihracatta büyük işletmelerin ağırlığı olmakla beraber, bu ülkelerde birçok KOBİ ihracat faaliyetlerinde bulunmaktadır. KOBİ'lerin toplam ihracat içindeki payı gelişmekte olan ülkelerin en büyük ekonomilerinden Brezilya'da %19,7, Hindistan'da %39, Endonezya'da %18, Türkiye'de %59,6, Arjantin'de %10,7 ve Tayland'da %46'dır (Tambunan, 2010: 4; Haner, 2011: 56,63; Türkiye İstatistik Kurumu [TÜİK], 2012a). Yine ilgili oran gelişmiş ülkelerin büyük ekonomilerinden ABD'de %13, Japonya'da %13,5, Kanada'da %43 ve Güney Kore'de %31,9 iken Avrupa Birliği'nin gerçekleştirdiği ihracatın da %31'i KOBİ'ler tarafından yapılmaktadır (UNCTAD Secretariat, 2005: 20; Yang, 2009: 5; United States International Trade Commission [USITC], 2010: 15; Government Of Canada, 2011). 2006'da Avrupa Birliği üyesi 27 ülkeyle birlikte İzlanda, Türkiye ve Norveç'te yaklaşık 18.000 KOBİ'ye uygulanan geniş katılımlı anket çalışmasıyla bölgedeki işletmelerin ihracata katılım düzeyleri de ölçülmüştür. Çalışmaya göre ihracat yapan KOBİ sayısının toplam KOBİ sayısına oranı; Almanya'da %9, Fransa'da %6, Birleşik Krallık'ta %9, İtalya'da %7, İspanya'da %3, Norveç'te %11 ve Türkiye'de %7'dir. İhracat yapan KOBİ oranı Avrupa Birliği'nde %8 olmakla beraber ihracatçı KOBİ'lerin ihracattan elde ettikleri gelir ortalama 83.700 avrodur. Birlik üyesi ülkelerde işletme büyüklüğü arttıkça, ihracattan elde edilen gelir de yükselmektedir. Nüfus ve ekonomik büyüklük bakımından göreceli daha küçük ülkelerde KOBİ'lerin ihracata katılım düzeyleri daha yüksektir. İhracatçı KOBİ oranı Estonya'da %23'e, Slovenya'da %21'e, Finlandiya'da %19'a, Danimarka'da %17'ye, Litvanya'da %16'ya, İsveç'te %15'e,

Avusturya’da %14’e ve Hollanda’da %13’e dek çıkmaktadır (European Commission, 2007: 15)

1.3.3. İnovasyona Katkıları

Dünya ekonomisinin yapısı yüzyıllar içinde birtakım dönüşümler yaşamış; bu paralelde tarım toplumunda ekonomik aktivitenin temel unsuru konumundaki ekilebilir arazi, sanayi toplumuna geçişle birlikte yerini zamanla doğal kaynaklar ve işgücüne bırakmıştır. Günümüzde ise “bilgi”, ekonomilerin en önemli unsuru olarak kabul edilmektedir. Ekonomi alanında ticari ürünlerin üretiminde ve arzında ve yeni ürünlerin ve süreçlerin ortaya konulmasında ve dizaynında yarar sağlayabilen her türlü bilimsel bulgu ve uzmanlık şeklinde tanımlanan bilgi; her zaman ekonomilerin bir parçası olmakla beraber özellikle Sanayi Devrimi’nden itibaren ekonomilerde bilgi kullanım düzeyinin artmaya başlaması ve yaşanan yapısal ve niteliksel değişimler sonucu belirleyici ve fark yaratan unsur konumuna gelmiştir. Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmelere ve ülkeler arasındaki finansal, sosyal ve kültürel bütünleşmeye bağlı olarak bilgi edinme, kullanım ve paylaşım maliyetlerinin düşmesi; ekonomik aktivitelerde bilginin geçmişe göre daha yoğun ve etkin olarak kullanılmasına neden olmuştur (Houghton ve Sheenan, 2000: 1-2; Greenhalgh ve Rogers, 2010: 6). Bilginin alınıp satılabilen bir ürün haline geldiği “Bilgi Ekonomisi”nde, bilgi yaratmanın işletmeler açısından fark yaratan bir faktör konumuna erişmesi; temelinde bilgi yaratmanın olduğu inovasyonun da ekonomilerdeki önemini artırmıştır (European Commission, 2004a: 5).

İnovasyon yeni fikirlerin işletmeye, tüketicilere ve diğer işletmelere değer katacak şekilde işletmenin ürünlerine, süreçlerine veya faaliyetlerinin diğer bileşenlerine uygulanmasıdır (Greenhalgh ve Rogers, 2010: 4). İnovasyon bir başka ifadeyle tüketicilerin ulaşabileceği fiyatla piyasaya sürülebilecek mal ve hizmetleri veya mal/hizmet birleşimlerini ortaya çıkarılabilen yeni teknolojik bilgilerin, piyasa bilgisinin ve iş modellerinin kullanılmasıdır (Warren ve Susman, 2002: 14). İnovasyonu ürün inovasyonu, süreç inovasyonu ve teknolojik olmayan inovasyonlar olarak adlandırılan pazarlama ve organizasyon inovasyonu olmak üzere başlıca dört sınıfa ayırmak mümkündür. Ürün inovasyonu yeni mal ve hizmetlerin piyasayla buluşturulması veya mevcut bir ürün üzerinde ürüne değer katan niteliksel değişimlerin hayata

geçirilmesidir. Süreç inovasyonu ise maddi ve maddi olmayan girdilerin yeni birleşimleri kullanılarak yeni üretim tekniklerinin bulunmasıdır (Greenhalgh ve Rogers, 2010: 4,5,10). Ürün dizaynında, paketinde, promosyonunda veya fiyatlandırmasında değişimleri içeren yeni pazarlama yöntemlerinin uygulanması pazarlama inovasyonu; iş uygulamalarında, işyeri organizasyonunda veya dış ilişkilerde yeni organizasyonel yöntemlerin hayata geçirilmesi ise organizasyon inovasyonu olarak adlandırılır (OECD, 2010: 47). Fikir üretme, konsept oluşturma, geliştirme, ticarileştirme ve süreklilik sağlama şeklinde ilerleyen inovasyon süreci ve bu sürecin sonunda ortaya çıkarılan değer; inovasyon merkezli ülke ekonomilerini rekabet ve gelişmişlik açısından bir adım öne çıkarmaktadır (Berglund, 2007: 172). Özellikle gelişmiş ülkelerdeki üretim faaliyetlerinin işçilik maliyetlerinin daha düşük olduğu gelişmekte olan ülkelere kayması, gelişmiş ülkelere inovasyon faaliyetlerine daha fazla yoğunlaşma fırsatı vermekle beraber gelişmekte olan ülkelerde de inovasyon faaliyetleri her geçen gün artmaktadır (OECD, 2010: 27). İnovasyonun ülke ekonomilerine etkisine en iyi örnek ABD'dir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünyada inovasyon liderliğini ele geçiren ABD; girişimcilik kültürünün gelişmesi, bilimsel altyapının güçlendirilmesi, teknolojik işletmelerin desteklenmesi, entelektüel sermayenin korunması, iş dünyası ve üniversiteler arasındaki işbirliğinin geliştirilmesi ve karmaşık teknoloji tabanlı işlemlerin ve organizasyonların yönetilmesi adına araştırmaya, eğitime ve altyapıya önemli yatırımlar yapmış ve dünyada ekonomi alanında liderliği yakalamasının yanında en inovatif (yenilikçi), en eğitimli ve en rekabetçi ülke konumuna gelmiştir (Atkinson ve Wial, 2008: 4; U.S. Department Of Commerce, 2012: 1,17). ABD'nin yıllık Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranının yaklaşık %50'sinin inovasyon kaynaklı olduğu tahmin edilmektedir. İnovasyonun uzun vadede hayat standartlarının yükselmesinde kilit faktör olduğu birçok ekonomist tarafından kabul edilmektedir. Ülkü'nün (2004) 30 ülke üzerinde yaptığı çalışmada da aynı doğrultuda sonuçlara ulaşılmıştır. İlgili çalışmada inovasyon performansının en önemli göstergelerinden AR&GE'ye yapılan yatırım ve patent stoğu ile kişi başına milli gelir arasında güçlü pozitif ilişkiler bulunmuştur (Hagedoorn ve Cloudt, 2003: 1365). AR&GE yatırımlarının inovasyonun önemli bir bileşeni ve göstergesi olduğu yapılan çalışmalarla da desteklenmiştir. Andries ve Debackere (2007) göreceli daha fazla AR&GE yatırımı yapan işletmelerin daha yüksek inovatif kapasiteye sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. Bilgi

ekonomisindeki yükselişe ve inovasyonun artan önemine bağlı olarak AR&GE'ye yapılan yatırımın Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı özellikle büyük ekonomilerde her geçen gün artmaktadır (OECD, 2007: 7). Ülke ekonomilerine olumlu etkilerde bulunan inovasyon faaliyetleri, mikro ölçekte işletmelere de önemli rekabet avantajları sağlamaktadır. Bu alanda sınırlı sayıda çalışma olmakla beraber Baldwin ve Johnson (1995) Kanada'daki 820 işletmeyi kapsayan çalışmalarında inovatif işletmelerin inovatif olmayan işletmelere göre daha fazla ihracat odaklı olduklarını, daha hızlı büyüdüklerini, kârlarını daha hızlı artırdıklarını ve daha yüksek pazar paylarına sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. İnovatif işletmelerin göreceli rekabet avantajı sağlaması ve inovasyon faaliyetlerine yoğunlaşan ülkelerin uzun vadede ekonomik güce ulaşması, Joseph Schumpeter'in yaklaşık 100 yıl önce girişimciliği ve inovasyonu temel alarak ortaya koyduğu kalkınma teorisiyle de örtüşmektedir. Schumpeter 1911 yılında yayımlanan Ekonomik Gelişme Teorisi adlı kitabında, süreç inovasyonu gerçekleştiren işletmelerin rakiplerine maliyet avantajı sağlamak yoluyla üstünlük kurabileceğini, ürün inovasyonu gerçekleştiren işletmelerin ise piyasada monopolistik veya oligopolistik bir konuma ulaşabileceğini ve bu işletmelerin elde edecekleri maddi kazanımların diğer işletmeleri de inovasyona yönlendireceğini ve nihayetinde gelişmekte olan bir ekonominin hızlı bir büyüme sürecine gireceğini öngörmüştür (European Commission, 2004b: 10).

Ülke ekonomilerinde istihdama, ekonomik aktiviteye ve ihracata yüksek oranlarda katılımda bulunan KOBİ'ler; inovasyon sistemlerine de katkı sağlamaktadır. Değişen ve dönüşen piyasa şartlarına uyum sağlamak ve fark yaratmak adına çeşitli stratejiler geliştirmek zorunda olan KOBİ'ler, faaliyetlerine devam edebilmek veya büyümek amacıyla inovasyon faaliyetlerine yönelebilmektedir. KOBİ'leri inovasyona yönelten faktörlerin başında, küreselleşmeyle birlikte piyasaya farklı ülkelerden birçok işletmenin girişi nedeniyle artan rekabet baskısı ve geleneksel olarak KOBİ'lerin yoğun olarak faaliyet gösterdiği yerel piyasalara girmeye çalışan büyük işletme sayısının artması gelmektedir. Rekabet ortamının doğasını sık sık farklılaştıran teknolojik gelişmelerin, tüketici tercihlerini de hızlı bir şekilde değiştirmesi sonucu mal ve hizmetlerin kısa sürede eskiyebilmesi de KOBİ'leri inovasyona zorlamaktadır (Bullinger, Bannert ve Brunswicker, 2007: 17). KOBİ'ler yeni ürünleri, süreçleri, organizasyon yöntemlerini ve pazarlama tekniklerini ekonomiye kazandırma yoluyla inovasyona katkı sağlamaktadır (OECD, 2010: 32). KOBİ'lerin ve büyük işletmelerin

ürünlere, süreçlere ve teknolojik olmayan faaliyetlere (pazarlama ve organizasyon) ilişkin inovasyon faaliyetlerine yaklaşık katılım düzeyleri, verileri elde edilebilen gelişmiş ülkelerin büyük ekonomilerinde aşağıdaki gibidir (Robson ve Haigh, 2008: 48; Eurostat, 2009; OECD, 2010: 49,55,63,65,75,77,79,89,97):

Tablo 1.14. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde KOBİ’lerin İnovasyon Faaliyetlerine Katılım Düzeyleri¹⁰

Ülke	Ürün İnovasyonu Gerçekleştiren KOBİ Sayısının Toplam KOBİ Sayısına Oranı	Süreç İnovasyonu Gerçekleştiren KOBİ Sayısının Toplam KOBİ Sayısına Oranı	Teknolojik Olmayan İnovasyonlar (Pazarlama ve Organizasyon) Gerçekleştiren KOBİ Sayısının Toplam KOBİ Sayısına Oranı
Japonya	%15 (%40)	%10 (%25)	%60 (%80)
Almanya	%30 (%44)	%36 (%42)	%70 (%90)
Fransa	%46 (%60)	%49 (%55)	%55 (%70)
Birleşik Krallık	%22 (%30)	%11 (%22)	-
İtalya	%56 (%61)	%49 (%48)	%20 (%50)
Kanada	%45 (%50)	%45 (%60)	-
İspanya	%28 (%44)	%49 (%57)	%20 (%50)
Avustralya	%20 (%35)	%20 (%45)	%30 (%40)
Güney Kore	%20 (%50)	%5 (%10)	%30 (%70)

Gelişmiş ülkelerin büyük ekonomilerinde büyük işletmelerin ürün, süreç, pazarlama ve organizasyon inovasyonlarına daha yoğun olarak katkı sağladıkları

¹⁰Parantez içindeki oranlar büyük işletmelere ilişkindir

görülmektedir. Ürün ve süreç inovasyonu gerçekleştiren büyük işletme sayısının toplam büyük işletme sayısına oranının, KOBİ'lere ilişkin aynı orandan daha yüksek olmasının nedeni özellikle AR&GE yatırımlarının gerektirdiği yüksek sabit maliyetlerdir. KOBİ'lere göre genellikle hem özkaynaklar hem de yabancı kaynaklar açısından daha geniş finansman olanaklarına sahip olan büyük işletmeler, sabit maliyetleri daha uygun şartlarda finanse edebilmektedir (Veugelers, 2008: 243). Bununla birlikte teknolojik olmayan inovasyonlar gerçekleştiren KOBİ sayısının toplam KOBİ sayısına oranının, ürün ve süreçlere ilişkin oranlardan genel olarak daha yüksek olması; hizmet sektörünün her geçen gün büyümesiyle birlikte artan teknolojik olmayan inovasyon faaliyetleri için göreceli daha az AR&GE yatırımlarına ihtiyaç duyulması ile açıklanabilir. Son yıllarda KOBİ'lerin inovasyon faaliyetlerindeki riskleri ve maliyetleri üniversitelerle, araştırma kuruluşlarıyla, tüketicilerle, tedarikçilerle ve rakip firmalarla daha fazla paylaşmaya başlamaları da AR&GE yatırımlarında karşılaşılan ölçek ekonomisi baskısını da azaltmaktadır (OECD, 2010: 26). Gelişmekte olan ülkelerin büyük ekonomilerinde inovasyona kayda değer katkılar sunan KOBİ'lerin gelişmekte olan ülkelerin büyük ekonomilerinde inovasyon faaliyetlerine katılımlarına ilişkin daha sınırlı veriler bulunmaktadır. Türkiye'de 2008-2010 yılları arasında KOBİ'lerin %23,8'i ürün inovasyonu, %26,8'i süreç inovasyonu ve %42'si teknolojik olmayan inovasyon gerçekleştirmiştir (TÜİK, 2012b). Dünyanın en büyük 2. ekonomisi konumundaki Çin'de patent alımlarının %65'i, kurumsal inovasyonların %75'i ve ürün inovasyonlarının %80'i KOBİ'lerden tarafından gerçekleştirilmektedir (China Daily, 2012). İnovatif KOBİ sayısının toplam KOBİ sayısına oranı Hindistan'da %2,6, Tayland'da ise %7,3'tür. Yine Hindistan'daki büyük işletmelerin %13,9'u inovatif iken, aynı oran Tayland'da %14,4'tür (Federation Of Indian Chambers Of Commerce And Industry [FICCI], 2012: 9).

1.4. KOBİ'LERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI ve FİNANSMANA ERİŞİM SORUNLARI

Hem gelişmekte olan ülkelerde hem de gelişmiş ülkelerde ekonomik ve sosyal gelişmede kilit rol oynayan KOBİ'ler; kuruluş ve büyüme aşamasında çeşitli finansman kaynaklarına ihtiyaç duymakla beraber dünyanın birçok ülkesinde özellikle büyümek

için gerekli olan finansman kaynaklarına erişimde zorluklar yaşamaktadır.

1.4.1. KOBİ'lerin Finansman Kaynakları

KOBİ'lerin faaliyete başlamak, yeni ürünler geliştirmek, yeni yatırımlar yapmak, yeni işgücü istihdam etmek ve büyümek için finansmana gereksinimleri vardır. KOBİ'ler; yaşam döngüsünde bulundukları döneme, faaliyet gösterdikleri sektöre, büyüme amaçlarına, yönetimin risk anlayışına, ülkelerin politik istikrarına, finansal sistemlerine ve ekonomik gelişmişliklerine bağlı olarak değişebilen finansman alternatiflerini ve bu alternatiflerin kombinasyonlarını kullanabilmektedir (Ruis, Van Stel, Tsamis, Verhoeven ve Whittle, 2009: 21-22; Bhaird, 2010: 27):

Tablo 1.15. KOBİ Yaşam Döngüsünde Sıklıkla Kullanılan Finansman Kaynakları

Kuruluş	Büyüme	Olgunlaşma
Girişimci fonları		
Melek finansman		
Risk sermayesi		
Satıcı kredileri		
	Leasing	
		Faktöring
Banka kredileri		
		Sermaye piyasası araçları
		Dağıtılmayan kârlar

KOBİ'lerin kuruluş aşamasında en önemli finansman kaynakları kurucuların kişisel birikimleri ve 3. şahıslardan sağlanan finansal destekler ve katılımlardır. Bu aşamada işletmeler, satıcı kredilerinden de sık sık yararlanır ve yeterli teminat gösterdikleri takdirde başta bankalar olmak üzere finansal kuruluşlardan kredi de sağlayabilir. Büyüme aşamasında satışlarını, çalışan sayılarını ve pazar paylarını

artırmaya başlayan KOBİ'ler; teminatlar ve kişisel garantiler yardımıyla bankalardan kısa ve orta vadeli kredi kullanma fırsatına sahip olur. Ekipman ediniminde leasing alternatifinden de yararlanılabildiği bu aşamada dağıtılmayan kârların kullanımı sınırlıdır. KOBİ'lerin yeni ürünler ortaya koymaları, yeni pazarlara girmeleri ve yeni yatırımlar yaparak büyüyebilmeleri açısından bu dönem kritik öneme sahiptir. Gelirlerini artıran ve finansmana uygun şartlarda ulaşabilen işletmeler büyümeye devam ederken, diğer işletmeler ya iflas eder ya da büyüme fırsatlarından uzak kalır. Gelecekle ilgili beklentilerin yüksek olduğu olgunlaşma aşamasında ise kârlar artmasına rağmen, işletmeye nakit girişi genellikle düşük seviyelerde seyreder. Bu noktada çalışma sermayesinin finanse edilmesi için özellikle uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulur fakat işletmeye ait teminatlar çoğunlukla daha önce kredi alımında kullanıldığı için geleneksel kaynaklardan fon temini zorlaşır. Bu aşamada sermaye piyasası araçları alternatifler arasında yer alırken geçmiş faaliyetlerden sağlanan dağıtılmayan kârlar da değerlendirilebilmektedir. Yine leasing ve faktöring de sık kullanılan kaynaklar arasındadır. Finansal yönetimin etkin bir şekilde yürütüldüğü, likidite sorunu yaşamayan ve uzun vadeli finansman kaynaklarına ulaşabilen işletmeler KOBİ döngüsünü tamamlar ve büyük işletme sınıfına geçer (Pearson Education, t.y., 15-16). Bu noktada KOBİ'ler tarafından sıklıkla kullanılan finansman kaynaklarına genel olarak değinmek yerinde olacaktır.

1.4.1.1. Melek Finansman ve Risk Sermayesi

Yeni kurulan birçok işletme daha önce belirtildiği üzere girişimcinin ve yakın çevresinin kişisel varlıkları, kredi kartları ve sınırlı banka kredileri yardımıyla faaliyete başlar. Fakat bir süre sonra girişimci fonları işletmenin faaliyetlerini karşılayamaz duruma gelir ve geleneksel finansman kaynaklarına ulaşamayan işletmeler melek finansman benzeri finansal kaynaklara ihtiyaç duyar. Melek finansman, kuruluş aşamasında, riskli ve büyüme potansiyeline sahip işletmelere “iş melekleri” adı verilen kurumsal olmayan yatırımcılar tarafından sağlanan bir çeşit özkaynak finansmandır. İş melekleri; işletmelere belirli bir nakit karşılığında sermaye koymak suretiyle ortak olmalarının yanında kişisel tecrübeleri, bilgileri ve iş bağlantıları yardımıyla da işletmeleri desteklerler. Çok farklı sektörlerde özellikle küçük işletmelere melek

finansman sağlayan bu yatırımcılar, çoğunlukla yenilikçi fikirlere ve girişimcilik ruhuna odaklanırlar. Melek finansman, KOBİ'lerin kuruluş aşamasında kişisel fonlar ve risk sermayesi arasında bir köprü görevi görür (OECD, 2006: 80; McKaskill, 2009: 9,30).

Risk sermayesi, risk sermayesi şirketleri tarafından yeni kurulan veya kurulduktan sonra belirli düzeyde istikrar yakalamış ve büyüme potansiyeline sahip işletmelere sağlanan bir finansman kaynağıdır (UNCTAD Secretariat, 2005: 33; OECD, 2011: 22). Risk sermayesi melek finansmandan farklı olarak ticari bankalar, yatırım bankaları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların fonladığı ve profesyonel olarak yönetilen risk sermayesi şirketlerince kullanılır (OECD, 2006: 86-88). Üstlendikleri riski portföylerindeki farklı işletmeler arasında dağıtmakla beraber bu işletmelerin yönetiminde aktif rol alan, gelişimleri için uzmanlık, iş bağlantıları ve uygun şartlarda finansman sağlamaya çalışan risk sermayesi şirketleri; işletmelerin performansını da sürekli denetler (OECD, 2006: 84; OECD, 2011: 22-23). Yatırımcılar risk sermayesi aracılığıyla işletmelere ortak olduklarından, risk sermayesi de melek finansman gibi bir tür özkaynak finansmandır (Ruis ve diğ., 2009: 19). Melek finansmanın ve risk sermayesinin KOBİ'lere sunduğu en önemli avantaj, yabancı kaynaklar ile finansmana göre işletmenin nakit akışlarını zorlayabilecek anapara ve faiz gibi geri ödeme zorunlulukları olmamasıdır.

1.4.1.2. Satıcı Kredileri

Satıcı kredileri KOBİ'ler tarafından özellikle stok alımlarının finanse edilmesinde yoğun olarak kullanılan kısa vadeli finansman kaynağıdır. Satıcı kredileri, işletmelerin satın aldıkları mal ve hizmetlerin bedelini belirli bir vade sonunda ödemeleri ile kendiliğinden ortaya çıkan ve nakit yönetimini kolaylaştırabilen bir kaynaktır (Ruis ve diğ., 2009: 18). Satıcı kredilerinin koşullarını, özellikle vadesini etkileyen en önemli faktörler mal ve hizmetin ekonomik niteliği, satıcının mali gücü, alıcının mali gücü, piyasadaki rekabet şekli, sektörde yerleşmiş resmi olmayan kurallar ve nakit iskontosu tutarıdır. Satıcı kredilerinin vadesinin belirlenmesinde alıcı ve satıcı arasındaki ticari ilişkiler ön plana çıkmaktadır. Satıcılara ödemelerini zamanında yapan ve borç ödeme kapasitesi yüksek olan işletmeler, satıcı kredilerinden uygun koşullarda yararlanabilmektedir. Özellikle satışların düşük olduğu mevsimlerde stok alımı

gerçekleştiren ve ödemelerini satışların mevsimsel olarak daha yüksek olduğu dönemlerde daha kolay yapabilen işletmeler için satıcı kredileri önemli bir finansman kaynağıdır. Fakat özellikle satıcıların hakim olduğu piyasalarda vade farkı adı altında uygulanan maliyet diğer alternatif kısa vadeli finansman kaynaklarının maliyetinden daha yüksek olabilmektedir. Yine satıcı kredilerinin esnek ve kolay ulaşılabilen bir kaynak oluşu, işletmelerin aşırı borçlanmasına neden olabilmekte, riskin arttığını belirleyen satıcıların kredili satışları kesmesi işletmeleri finansal açıdan zor durumlara sokabilmektedir (Akgüç, 1998: 29,30,31,33,528).

1.4.1.3. Leasing

Leasing, KOBİ'ler tarafından çok yaygın olarak kullanılan bir diğer finansman kaynağıdır. Klasik bir leasing sözleşmesinde kiralayan, makine ve ekipman benzeri varlıkların kullanım hakkını önceden belirlenmiş ödemeler karşılığında kiracıya vermektedir. Leasing sözleşmeleri finansal kiralama ve faaliyet kiralaması olmak üzere iki şekilde düzenlenebilir (OECD, 2006: 54). Finansal kiralamada kiralama süresi varlığın ekonomik ömrünün tamamına yakınına kapsar ve kiralama süresinin sonunda kiracı genellikle satın alma opsiyonuna sahip olur. Kiralama süresinin varlığın ekonomik ömrünün %75'ini aşması, kiralama dönemi sonunda kiracının varlığa sahip olması, kiralama dönemi sonunda satın alma opsiyonu bulunması ve kira ödemelerinin net bugünkü değerinin varlığın piyasa değerinin %90'ını aşması şartlarından en az biri sağlanıyorsa sözleşmenin finansal kiralama olduğu kabul edilir. Varlığın kullanımına ilişkin tüm riskler ve yararlar kiracıya geçerken bakım, onarım ve sigorta işlemlerinden de kiracı sorumlu olur. Faaliyet kiralamasında ise kiralama dönemi daha kısadır ve kiralanan varlığın bakımı kiralayanın sorumluluğundadır. Sınırlı kullanım hakkına sahip olan kiracıya dönem sonunda satın alma opsiyonu da tanınmaz. Leasing, işletmelere satın alma durumunda tek seferde yapılacak yüklü bir ödeme yerine belirli bir zamana yayılan ödemeler serisiyle birlikte serbest kalan fonları stok alımında ve çalışma sermayesinin finanse edilmesinde kullanma fırsatı verir. Finansal kiralamada kiralanan varlığın işletmenin bilançosunda rapor edilmesiyle varlığın amortismanı kiracı tarafından ayrılır. Amortisman giderlerinin yanında kira ödemeleri kaynaklı faiz giderlerinin de vergi matrahından düşülebilmesi kiracıya vergi avantajı sağlar (OECD,

2006: 54-55; Rani, t.y.: 229-230; Damodaran, 2007: 31). Finansal kiralama araç ve makine gibi taşınır malların yanı sıra taşınmaz mal olarak nitelendirilen gayrimenkuller için de söz konusu olabilmektedir (Yüksel, 2011: 19). Kiralama yoluyla finansmana daha çok kredi olanaklarının büyük bölümünü tüketmiş, geçici finansal sorunlar yaşayan, kısa vadeli yüksek getiri sağlayan yatırım projeleri gerçekleştiren sınırlı finansal yapılara sahip işletmeler ve sermaye yoğun teknoloji gerektiren yatırımlar yapan işletmeler başvurmaktadır. Bununla birlikte işletmelerin kiralama opsiyonunu seçmesi her zaman finansal güçlükler yaşadıkları anlamına gelmemektedir. Nakit sıkıntısı yaşamayan birçok işletme de leasingi tamamlayıcı bir kaynak olarak kullanabilmektedir (Akgüç, 1998: 626-627).

1.4.1.4. Faktöring

Faktöring, işletmelerin kredili satışlarından doğan alacak haklarını “faktör” adı verilen finansal kuruluşlara satma işlemidir. Faktöring sözleşmeleri rücu hakkı saklı (geri dönülebilir) ve rücu hakkı olmayan (geri dönüşsüz) olmak üzere iki şekilde düzenlenebilir. Rücu hakkı saklı faktöringde kredili satış yapılan alıcının borcunu ödememesi durumunda kredi riskini üstlenmeyen faktör satıcıya başvurma hakkına sahipken, rücu hakkı olmayan faktöringde kredi riskinin ortaya çıkması halinde faktör satıcıya başvuramamaktadır. Faktör genellikle satıcıya alacağının nominal tutarı üzerinden %70-90 oranında ön ödeme yapmakta, kalan tutarı ise faiz ve komisyon bedelini düşerek vade sonunda ödemektedir (Bakker, Klapper ve Udell, 2004: 1,4,5,10). Kredi riskini üstlenebilen ve alacağın vadesinden önce ödeme yapabilen faktöring şirketleri satıcıya alacakların takibi, tahsilatı ve kredi yönetimi gibi hizmetler de sunabilmektedir (DG Enterprise, 2003: 18). Faktöring işleminde satıcının alacaklarının kalitesi dikkate alındığından dolayı özellikle yüksek riskli ve kredi değerliliği düşük KOBİ’ler, riskli olmayan alacaklarını sorunsuz bir şekilde faktöre satabilmekte ve finansman sağlayabilmektedir. Doğaları gereği alacak yönetimine ilişkin yeterli kaynağa ve uzmanlığa sahip olmayan KOBİ’lere sağlanan kredi yönetimi hizmetleri, faktöringi bu konuda diğer finansman kaynaklarından bir adım öne çıkarmaktadır. Faktöring işleminde vadesinden önce tahsil edilen alacaklardan elde edilen nakit, hammadde alımlarında nakit iskontosundan yararlanma fırsatı da vermektedir. Ayrıca

faktöre satılan alacaklar birçok durumda işletmenin olası iflasında iflas masasına dahil edilmemektedir (Bakker ve diğ., 2004: 1). Faktöring özellikle hızlı bir şekilde büyüyen ve buna bağlı olarak kredili satışlardan doğan alacakları da hızlı bir şekilde artan KOBİ'ler için uygun bir finansman kaynağıdır (Ruis ve diğ., 2009: 18).

1.4.1.5. Banka Kredileri

Banka kredileri, yabancı kaynak olarak KOBİ'ler tarafından en çok kullanılan finansman kaynağıdır. KOBİ'ler banka kredilerini yatırımların, çalışma sermayesinin ve stokların finansmanında sık sık kullanmaktadır. Teminatlı ya da teminatsız olabilen banka kredilerinin maliyeti KOBİ'lerin kredi değerliliğine göre farklılık gösterir (Ruis ve diğ., 2009: 17). KOBİ'lerin kuruluş, büyüme ve olgunlaşma dönemlerinde kullanabildikleri banka kredileri; ihtiyaca göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak sağlanabilmektedir (Parasız, 2011: 197). KOBİ'ler banka kredilerinin yanında kredilerin farklı bir uygulaması olarak kabul edilen ve hesaplarından faiz karşılığında belirli bir üst limite kadar nakit kullanabildikleri açık kredi (overdraft) ve kredi hatlarını da (credit line) yoğun olarak kullanmaktadır (European Central Bank [ECB], 2012: 4; Yeni, 2005: 102). Bankaların istediği şartları sağlayan işletmelerin kullanabildiği banka kredileri, birçok avantaj sağlamaktadır. Banka kredisinin maliyeti özellikle sabit faizli olduğunda belirli, sınırlı ve özkaynak finansmanına göre de genellikle daha düşüktür. İhtiyaçları ve finansal durumları paralelinde kredi sözleşmesine esnek hükümler koyabilme fırsatına sahip olabilen işletmeler, faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülebilmesiyle de vergi avantajı sağlar. Banka kredileriyle sağlanan finansman belirli şartlarda finansal kaldıracın olumlu etkisiyle özkaynak kârlılık oranını yükseltebilmektedir. Banka kredileri birtakım riskleri de beraberinde getirebilmektedir. Banka kredileri faiz yükü taşıdığından satışların dalgalanma göstermesine bağlı olarak borçlarını zamanında ödeyemeyen işletmeleri iflasa kadar götürebilmektedir. Krediler, finansal kaldıraç etkisiyle kârlılığı artırsa bile riski de artırdığından dolayı risk ve kârlılık arasında optimal bir denge kuramayan işletmelerin değerlerinin düşmesine neden olur ve yabancı kaynaklar/özkaynaklar oranı giderek artan işletmeler yeni finansman kaynakları bulmakta zorluk yaşamaya başlar (Akgüç, 1998: 646-647).

1.4.1.6. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasalarında en çok kullanılan başlıca menkul kıymetler hisse senetleri ve tahvillerdir. Ölçek ekonomisi ve yüksek maliyetler nedeniyle genellikle büyük şirketler tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarından uzun vadeli fonlar sağlayabilmektedir (Fernandez, Pernice ve Streb, 2007: 3). Yapıları gereği tahvil ihraç ederek uzun vadeli fonlar sağlayamayan KOBİ'ler, hisse senetlerini halka arz ederek sermaye piyasalarından kaynak elde etme alternatifine sahiptir. Fakat hisse senedi satarak uzun vadeli kaynak sağlayabilme fırsatına sadece güçlü finansal yapıya, yüksek kârlılığa ve büyüme hızına, istikrarlı pazar payına ve etkin organizasyon yapısına sahip olan ve olgunlaşma dönemine geçmiş KOBİ'ler erişebilmektedir (Heidrick ve Keddie, 2000: 11; Scarborough, 2011: 478). Hisse senetlerini başarılı bir şekilde ihraç ederek özkaynak oranını ve borçlanma kapasitesini artıran işletme, borsada tanınmanın getirdiği avantaj ile kredibilitesini de artırır ve göreceli daha ucuz yabancı kaynaklara ulaşma şansı yakalar. Borsaya kote işletmelerin, finansal tablolarını düzenli aralıklarla kamuya açıklamaları ve bağımsız denetime tabi olmaları; finansal kuruluşlardan hızlı bir şekilde borç sağlama imkânını artırır. Halka açılma sonrası başarılı performans gösteren ve piyasa değeri artan bir işletme, daha sonra ikincil halka arz ile daha fazla uzun vadeli özkaynağa ulaşabilir. İşletmelerin borsaya açılmaları işletmenin kurumsallaşmasına ve daha profesyonel şekilde yönetilmelerine de katkı sağlayabilmektedir (Borsa İstanbul [BIST], 2010: 10-12). Ayrıca varlıklarının çoğunu özkaynaklar ile finanse eden işletmeler, ekonomik durgunluk ve kriz dönemlerinde finansal olarak daha dirençli olabilmektedir (International Trade Centre [ITC], 2009: 11). Hisse senedi yatırımcıları kâr payı getirilerinin ve sermaye kazançlarının belirsizliği ve işletmeye ortak olmaları nedeniyle göreceli daha yüksek riske katlandıklarından, yatırımlarından daha yüksek getiri beklerler. Bu nedenle hisse senedi ihracıyla finansman sağlamanın maliyeti, yabancı kaynaklarla finansmanda olduğu gibi anapara ve faiz geri ödemeleri gerektirmemesine rağmen, yabancı kaynaklarla finansmanın maliyetinden genellikle daha yüksektir (IFC ve The State Securities Commission of Vietnam, 2010: 143). Halka açılmanın gerektirdiği çıkarım giderlerinin KOBİ'lerin sağladıkları kaynağa oranı oldukça yüksek olabilmektedir. Yatırımcıların ikincil piyasada likit olmayan bu tür büyük olmayan işletmelere ait hisse senetlerini satın alma konusunda isteksiz davranabilmeleri, hisselerin beklenen fiyattan

satılamamasına da neden olabilmektedir (Halling, Stomper ve Zechner, 2005: 86-87; Scarborough, 2011: 480). İşletmeler kâr payı ödemelerini vergi açısından gider yazamamakla beraber borsaya açıldıktan sonra mikro ve makro etkenlere bağlı olarak hisse senedi fiyatında meydana gelebilen ani düşüşler özkaynak maliyetini yükseltebilmekte ve işletmenin piyasa değerini düşürebilmektedir (Akgüç, 1998: 754-755).

1.4.1.7. Dağıtılmayan Kârlar

Kârlı bir şekilde faaliyet gösteren ve elde ettiği kârların tümünü ya da bir kısmını ortaklara dağıtmayıp bünyesinde tutan KOBİ'ler, dağıtılmayan kârlar olarak isimlendirilen bu fonları finansman kaynağı olarak kullanma fırsatına sahip olur. Kârları dağıtmayıp otofinansman sağlayan KOBİ'ler, ilgili fonları çalışma sermayesinin ve sabit varlık alımlarının finanse edilmesinde kullanabilmektedir (ITC, 2009: 15). Melek finansman, risk sermayesi ve hisse senedi ihracıyla sağlanan finansmanla birlikte özkaynak finansmanı olarak kabul edilen otofinansman; iç kaynaklardan sağlanmasıyla, dış kaynaklardan sağlanan özkaynak finansmanından ayrılmaktadır. Dağıtılmayan kârlar çıkarım gideri gerektirmediğinden hisse senedi ihracıyla sağlanan finansmana tercih edilmekle beraber göreceli daha az risk taşır. Bu kârlar işletmelerin faaliyetlerinden sağlanmasına rağmen belirli bir maliyete sahiptir, bu maliyet fırsat maliyetidir. Dağıtılmayan kârların fırsat maliyeti, kârın dağıtılması halinde alternatif yatırım araçlarına yapılacak yatırımlardan sağlanabilecek getiri oranıdır (Dow, 2009: 94).

1.4.2. KOBİ'lerin Finansmana Erişim Sorunları ve Yeterli Finansmana Erişememe Nedenleri

KOBİ'ler hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde finansal ve finansal olmayan birçok sorun yaşamaktadır. KOBİ'lerin büyüme fırsatlarını değerlendirebilmeleri için gerekli olan uygun şartlarda yeterli finansman kaynağına erişime ilişkin karşılaştıkları sorunlar, yaşadıkları finansal sorunların başında gelmekle beraber özellikle gelişmekte olan ülkelerde ciddi boyuttadır.

1.4.2.1. KOBİ'lerin Finansmana Erişim Sorunları

Dünya Bankası'nın 137 ülkede yaptığı anket çalışmalarına göre dünya genelinde küçük işletmelerin %33,4'ü, orta büyüklükteki işletmelerin %29,6'sı, büyük işletmelerin ise %24,4'ü finansmana erişimi önemli sorun olarak tanımlamıştır. Verilerine ulaşılabilen gelişmekte olan ülkelerin en büyük ekonomilerinde finansmana erişimi önemli sorun olarak tanımlayan işletmelerin, sınıflarındaki işletme sayısına oranı aşağıdaki gibidir ([enterprisesurveys.org/country profiles](http://enterprisesurveys.org/country_profiles)):

Tablo 1.16. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansmana Erişimi Önemli Sorun Olarak Tanımlayan İşletmelerin, Sınıflarındaki İşletme Sayısına Oranı

Ülke	Küçük İşletmeler	Orta Büyüklükteki İşletmeler	Büyük İşletmeler
Brezilya	%50,6	%55,7	%61,6
Rusya	%27,9	%23,8	%38,8
Hindistan	%17,1	%13,5	%10,5
Meksika	%26,9	%38,7	%25,1
Endonezya	%14,8	%12,4	%5,7
Türkiye	%16,2	%11,7	%10,3
Arjantin	%48,9	%40,3	%25,8
Güney Afrika	%20,9	%12,5	%5,3
Tayland	%34,9	%30,4	%21,3

Gelişmekte olan ülkelerin büyük ekonomilerinde genel olarak işletme sınıfları küçüldükçe, finansmana erişimi önemli sorun olarak ifade eden işletme oranı yükselmektedir. Finansmana erişim elektriğe erişim, vergi oranlarının yüksekliği ve yolsuzluk gibi sorunların daha fazla ön plana çıktığı Hindistan haricinde; ilgili ekonomilerin hepsinde en önemli üç sorun arasında bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin genelinde de finansmana erişimi önemli sorun olarak tanımlayan KOBİ'lerin toplam KOBİ sayısına oranı, büyük işletmelerle karşılaştırıldığında daha yüksektir.

Aynı oran gelişmekte olan ÷lkelerin alt grupları olan düşük gelirli ÷lkelerde %41 ve orta gelirli ÷lkelerde %30'dur. Gelişmiş ÷lkelerde finansmana erişimi önemli sorun olarak tanımlayan KOBİ ve büyük işletme oranı gelişmekte olan ÷lkelere göre daha düşüktür. Gelişmiş ÷lkelerde küçük işletmelerin %16,2'si, orta büyüklükteki işletmelerin %13,9'u, büyük işletmelerin ise %7,6'sı finansmana erişimi önemli sorun olarak tanımlamıştır. (enterprisesurveys.org/country profiles; IFC, 2011: 81). Bu verilere göre gelişmiş ÷lkelerdeki KOBİ'lerin; finansman kaynaklarına, gelişmekte olan ÷lkelerdeki KOBİ'lere göre çok daha kolay erişebildikleri ve büyük işletmelerin hem gelişmekte olan ÷lkelerde hem de gelişmiş ÷lkelerde finansman kaynaklarına KOBİ'lerden daha rahat ulaşabildikleri söylenebilir.

Kuruluş aşamasında faaliyetlerini genellikle kurucuların kişisel birikimleri ve 3. şahıslardan sağlanan finansal destekler ve katılımlar ile finanse eden KOBİ'ler, büyümeye başladıklarında büyüme ve verimlilik artışına pozitif olarak etki eden dış kaynaklara daha çok ihtiyaç duyar (IFC, 2011: 81). KOBİ'ler yatırımlarının finansmanı için dış kaynak olarak en çok banka kredilerini kullanmakta ve banka kredilerinin dış kaynaklar içindeki payı ortalama olarak %50 ile %70 arasında değişmektedir (Ayadi, 2005: 2; Stein, Goland ve Schiff, 2010: 7). Banka kredileri KOBİ'lerin en önemli dış finansman kaynağı olmasına rağmen, KOBİ'lerin kullandıkları banka kredileri özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde kredi ihtiyaını karşılamaktan oldukça uzaktır. 6 gelişmekte olan ÷lkeler bölgesinde ve OECD üyesi gelişmiş ÷lkelerde 2010 itibariyle kayıtlı KOBİ'lerin toplam kredi bakiyesi ve kredi açığı tutarları şu şekildedir (Stein, Goland ve Schiff, 2010: 7):

Tablo 1.17. ÷lke Grupları Bazında Kayıtlı KOBİ'lerin Toplam Kredi Bakiyesi ve Kredi Açığı Tutarları

÷lke Grubu	Kredi Bakiyesi (Milyar \$)	Kredi Açığı (Milyar \$)	Kredi Açığı/Kredi Bakiyesi
Doğu Asya	2.000-2.500	250-310	%11-14
Sahra-Altı Afrika	25-30	80-100	%300-360
Latin Amerika	180-230	125-155	%60-75

Tablo 1.17. (Devam) Ülke Grupları Bazında Kayıtlı KOBİ'lerin Toplam Kredi Bakiyesi ve Kredi Açığı Tutarları

Orta Asya ve Doğu Avrupa	600-700	105-130	%16-20
Güney Asya	95-115	30-40	%29-35
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	80-100	110-140	%125-150
OECD Üyesi Gelişmiş Ülkeler	11.000-13.500	600-700	%5-6

Gelişmekte olan ülkelerin genelinde kayıtlı KOBİ'ler banka kredilerinden yeterince yararlanamamakta ve özellikle Sahra-Altı Afrika ve Orta Doğu ve Kuzey Afrika gibi düşük gelirli gelişmiş ülke bölgelerinde kredi açığı, kredi bakiyesini aşmaktadır. Kayıt dışı işletmeler de dikkate alındığında KOBİ'lerin kredi açığı daha da artmaktadır. Kayıtlı ve kayıt dışı KOBİ'lerin toplam kredi açığı Sahra-Altı Afrika'da 170, Latin Amerika'da 410, Orta Asya ve Doğu Avrupa'da 260, Güney Asya'da 370, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da 200 ve kayıt dışılığın yaygın olduğu Doğu Asya'da 1.100 milyar \$'a kadar çıkabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki kayıtlı ve kayıt dışı KOBİ'lerin yaklaşık %70'i ihtiyaçları olduğu halde dış kaynak kullanamamakta, %15'i ise dış kaynaklara yeterince erişememektedir. Gelişmiş ülkelerdeki toplam kredi açığı, bu ülkelerin Gayri Safi Milli Hasıla toplamının %14'üne denk gelmektedir. (Stein, Golland ve Schiff, 2010: 1-2). KOBİ'lerin kredi açıklarının paralelinde, gelişmekte olan ülkelerde işletme kredilerinden aldıkları pay %34 iken, gelişmiş ülkelerde işletme kredilerinin %62'si KOBİ'ler tarafından kullanılmaktadır (IFC, 2010: 23). Yine KOBİ kredilerinin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı gelişmiş ülkelere kıyasla gelişmekte olan ülkelerde oldukça düşüktür. İlgili oran¹¹ Doğu Asya ve Pasifikte %6,4, Doğu Avrupa ve Orta Asya'da %7, Latin Amerika ve Karayipler'de %3,9, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da %5,5, Güney Asya'da %4,3, Sahra-Altı Afrika'da %2,6 ve gelişmiş ülkelerde %15,3'tür (Ardıç, Mylenko ve Saltane, 2011: 28).

¹¹ Ülke ortalamaları dikkate alınarak hesaplanmıştır

Dış finansman kaynaklarını, en sık kullanılan dış finansman kaynağı olarak da banka kredilerini ihtiyaçları oranında kullanamayan KOBİ'ler; çalışma sermayelerini ve yatırımlarını (sabit varlık alımları) daha çok iç kaynaklar (dağıtılmayan kârlar) ile finanse etmek zorunda kalmakta; buna bağlı olarak büyüme fırsatlarını etkin bir şekilde değerlendirememekte ve işletme performanslarını artıramamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin alt grupları olan düşük gelirli ve orta gelirli ülkeler ile gelişmiş ülkelerde; iç kaynakların, banka ve satıcı kredilerinin çalışma sermayesinin finansmanında kullanım oranları şu şekildedir ([enterprisesurveys.org/country profiles](http://enterprisesurveys.org/country_profiles)):

Tablo 1.18. Gelişmekte Olan Ülkelerin Alt Gruplarında Çalışma Sermayesi Finansmanı

Ülke Grubu	Çalışma Sermayesi Finansmanı		
	İç Kaynaklar	Banka Kredileri	Satıcı Kredileri
Düşük Gelirli	%76	%8	%11
Orta Gelirli	%70	%12	%11
Gelişmiş	%67	%15	%8

İç kaynakların, banka ve satıcı kredilerinin yatırım finansmanında kullanım oranları ise şu şekildedir ([enterprisesurveys.org/country profiles](http://enterprisesurveys.org/country_profiles)):

Tablo 1.19. Gelişmekte Olan Ülkelerin Alt Gruplarında Yatırım Finansmanı

Ülke Grubu	Yatırım Finansmanı		
	İç Kaynaklar	Banka Kredileri	Satıcı Kredileri
Düşük Gelirli	%81	%9	%3
Orta Gelirli	%67	%18	%5
Gelişmiş	%60	%23	%4

Ülke gruplarının hepsinde çalışma sermayesi ve yatırımlar daha çok iç kaynaklar ile finanse edilmekte, gelişmişlik düzeyi arttıkça iç kaynakların kullanım oranı azalırken, banka kredilerinin kullanım oranı ise yükselmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yatırımların finansmanında iç kaynaklar kullanım oranının göreceli yüksek olması, finansman kaynaklarına erişimde ciddi sorunlar yaşandığının da göstergesidir. Banka kredileri yatırım finansmanında daha yoğun kullanılmakla beraber, özellikle gelişmekte olan ülkelerde satıcı kredileri de çalışma sermayesinin finansmanında banka kredilerinin alternatifi konumundadır. Hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde KOBİ'ler büyük işletmelere göre iç kaynakları daha fazla, banka kredilerini ise daha az oranlarda kullanmaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansman kaynaklarına sınırlı bir şekilde erişebilen KOBİ'ler; finansal sorunlar yaşamakta, faaliyetlerini iç kaynaklara bağımlı olarak sürdürmek zorunda kalmakta ve büyüme fırsatlarından yararlanamamaktadır. Bu paralelde KOBİ'lerin finansmana erişim sorunlarının çözülebilmesi amacıyla birçok ülkede KOBİ politikaları çerçevesinde finansal destekler sağlanmaktadır. Fakat doğrudan veya dolaylı olarak daha çok hibe, sübvansiyonlu krediler, kredi garanti fonları, vergi teşvikleri, işyeri destek programları, AR&GE finansman destekleri, yenilikçilik teşvik programları ve kamu alımları aracılığıyla gerçekleştirilen ve KOBİ borsaları gibi uygulamalarla desteklenmeye çalışılan politikalar; kaynak yetersizliği ve başarısız yönetimler nedeniyle sınırlı sayıda işletmeye ulaşabilmekte ve KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarını karşılamada çok uzağında kalmaktadır (Cansız, 2008: 14,17,18).

1.4.2.2. KOBİ'lerin Yeterli Finansmana Erişememe Nedenleri

Finansmana erişim, işletmelerin büyümelerine ve gelişmelerine olanak sağlayacak bir ekonomik ortam için gereklidir. KOBİ'lerin uygun şartlarda finansmana erişim düzeylerinin artması inovasyon faaliyetlerinin hızlanması, makroekonomik istikrarın sağlanması ve Gayri Safi Milli Hasılanın artması anlamına gelmektedir. Fakat birçok KOBİ finansman kaynaklarını uygun maliyetle ve yeterince kullanamamaktadır. KOBİ'lerin finansmana erişimde büyük işletmelere göre dezavantajlı konumda bulunmasının temelinde yüksek işlem maliyetleri, bilgi asimetrisi, yüksek kredi riski,

sınırlı teminat ve kurumsal altyapı eksiklikleri yatmaktadır.

Bankaların kredi başvurularını değerlendirme maliyetleri genellikle kredi tutarından bağımsızdır. Kredi değerlendirme sürecinde katlanılan yönetim maliyetleri, yasal ücretler ve bilgi edinme maliyetlerinden oluşan işlem maliyetleri sabit olduğundan dolayı, KOBİ'lere kullandırılan kredilere ilişkin birim işlem maliyeti yüksek tutarlı büyük işletme kredilerden daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde KOBİ'lerin şeffaf yönetim ve denetim ilkelerinin uzağında kalması; bankaların denetimden geçmiş finansal tablolara, iş planlarına, fizibilite raporlarına, kredi geçmişlerine ulaşmalarını da güçleştirmekte ve bilgi asimetrisi problemini ortaya çıkarmaktadır. Kredi değerliliklerini ölçen kredi kuruluşlarının yaygın olmamasının da etkisiyle yüksek ve düşük kaliteli işletmeler ayrımı yapılamamakta, işletmelerin kredi geri ödeme kapasiteleri etkin şekilde belirlenememekte ve bu paralelde bankalar KOBİ'lerin talep ettikleri tutarlardan daha az kredi vermekte veya hiç kredi kullandırmamaktadır (Zavatta, 2008: 23-24; ITC, 2009: 6-8; Duan, Han ve Yang, 2009: 73). Büyük işletmelerin kredilendirilme süreçlerinde finansal tablo ve proje analizleri yapılabilirken, KOBİ'lerin çoğunlukla yeterli bilgi üreten finansal tablolara sahip olmamaları ve KOBİ'lere ilişkin bilgi edinmedeki sorunlar sebebiyle işletme sahiplerinin kredi, çek ve senet geçmişleri, teminat çeşidi ve bankayla olan ilişkileri ön plana çıkmaktadır. Bu nedenle işletmeye değer katabilecek projelere sahip fakat ölçek olarak yetersiz olan veya daha önce kredi kullanmamış birçok işletme yeterli tutarda kredi kullanamamaktadır (Yüksel, 2011: 24-25).

KOBİ'lerin finansmana erişimde sorun yaşamalarına neden olan faktörlerden birisi de yüksek risk taşımalarıdır. KOBİ'ler büyük işletmelerle karşılaştırıldıklarında gelirlerinin az olması, getiri oranlarının düzensizliği, yüksek iflas oranları, insan ve sermaye kaynakları açısından daha az donanımlı olmaları, ekonomik krizlerden daha fazla etkilenmeleri ve gelişmekte olan ülkelerin özelinde istikrarsız makroekonomik ortamlarda faaliyet göstermeleri nedeniyle göreceli daha riskli işletmeler konumundadır (Zavatta, 2008: 24). Bankaların ilgili kredi riskini karşılamak amacıyla KOBİ kredilerine daha yüksek faizler uygulamaları ve yüksek kredi komisyonları almaları sermaye maliyetini de artırmaktadır (Spies ve Agnew, 2003: 3). Beck, Demirgüç-Kunt ve Peria'nın (2008) 45 ülkeden 91 bankayı kapsayan çalışmalarında da KOBİ kredilerinin göreceli daha maliyetli olduğu ortaya konulmuştur:

Tablo 1.20. Ülke ve İşletme Gruplarına Göre Ortalama Komisyon Ücretleri ve Kredi Faiz Oranları

		Gelişmekte Olan Ülkeler (Ortalama)	Gelişmiş Ülkeler (Ortalama)
Komisyon Ücreti (Kredi Tutarının Yüzdesi Olarak)	Küçük İşletmeler	%1,18	%0,41
	Orta Büyüklikteki İşletmeler	%1,04	%0,38
	Büyük İşletmeler	%0,83	%0,22
Kredi Faiz Oranı	Küçük İşletmeler	%11,99	%5,08
	Orta Büyüklikteki İşletmeler	%10,85	%4,65
	Büyük İşletmeler	%10,22	%3,99

Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde işletme büyüklüğü arttıkça, riskin ve yüksek birim işlem maliyetlerinin düşmesiyle kredi komisyon yüzdeleri ve faiz oranları da düşmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki KOBİ'ler aynı ülkeler grubundaki büyük işletmelere göre kredilere daha yüksek fiyatlar ödemekle beraber, gelişmekte olan ülkelerdeki büyük işletmelerden bile daha düşük maliyetle banka kredilerine ulaşabilmektedir. Bankalar çoğu zaman KOBİ'lere ilişkin risklere bağlı olarak olası bir iflas durumunda haklarını koruyabilmek amacıyla teminat istemektedir. Fakat özellikle yeni kurulan işletmeler gerekli teminatlar gösterememekte, bankalar teminat gösteremeyen işletmelere yüksek faiz oranlarıyla da olsa kredi vermemektedir (ITC, 2009: 8-9; Badulescu, 2010: 27). Dünya genelinde küçük işletmelerden ortalama olarak kredi tutarının %168,4'ü kadar teminat istenirken aynı oran orta büyüklükteki işletmeler için %160,9, büyük işletmeler için %148,7'dir. İlgili oranlar gelişmiş ülkelerde ise küçük, orta büyüklükteki ve büyük işletmeler için sırasıyla %130,7, %127,6 ve %125,9'dur. Gelişmekte olan ülkelerde işletmeler daha riskli olarak faaliyet

gösterdiklerinden, gelişmiş ülkelere göre işletmelerden daha yüksek tutarlarda teminatlar istenmektedir (enterprisesurveys.org/country profiles). Gelişmekte olan ülkelerde KOBİ'lerin karşılaştıkları göreceli daha yüksek faiz oranlarına, komisyonlara, teminatlara ek olarak rekabete dayalı olmayan bankacılık sektörleri, yetersiz bilgi yönetim sistemleri ve zayıf teminat rejimleri, sözleşme uygulamaları, iflas kanunları, adli süreçler, mülkiyet hakları ve tahsilat süreçlerinin de etkisiyle bu işletmelerin bankalardan kullandıkları kredi miktarları düşük kalmakta ve milyarlarca dolarlık kredi açığı ortaya çıkmaktadır (Yüksel, 2011: 26). Yeterli finansmana erişemeyen KOBİ'ler büyüyememekte ve ülke ekonomilerine kattıkları değerler sınırlı kalmaktadır.

1.5. BASEL III ve KOBİ FİNANSMANINA MUHTEMEL ETKİLERİ

Geçmiş yıllarda işlem hacmi artan bankacılık sektöründe taşıdıkları riskleri iyi yönetemeyen ve bu riskleri kaldıracak sermaye yapılarına sahip olmayan birçok banka iflas etmiş, yaşanan bu seri iflasların finansal krizleri tetiklemesi nedeniyle bankacılık faaliyetleriyle ilgili risk yönetim düzenlemeleri ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Temelde bankaların taşıdıkları risklerin paralelinde bulundurmaları gereken minimum sermaye prensibine dayanan sermaye yeterliliği düzenlemelerinden Basel I 1988'de, Basel II 2004'te ve Basel III 2010'da yayımlanmıştır. Bankaların risk düzeylerini kontrol altına almayı amaçlayan ilgili düzenlemeler, dış kaynak olarak en çok banka kredilerini kullanan KOBİ'leri de kaçınılmaz olarak etkilemektedir.

1.5.1. Basel III'e Doğru

1973'ün Mart ayında Bretton Woods sözleşmesinin sona ermesiyle birlikte sabit kur politikasının terk edilmesi ve 1974'te OPEC'in (Organization of the Petroleum Exporting Countries-Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği) petrol fiyatlarını artırması sonucunda ortaya çıkan petrol krizi, uluslararası para piyasalarında dalgalanmalara ve bankacılık sektöründe sorunlara neden olmuştur. Aynı dönemde Batı Almanya bankası Bankhaus Herstatt'ın iflas etmesi finansal piyasalardaki krizlerin önüne geçmek için küresel çözüm arayışlarını da beraberinde getirmiştir (Candan ve Özün, 2006: 8). Basel risk düzenlemelerini hazırlayan ve yayımlayan Basel Bankacılık Denetim Komitesi de (Basel Komitesi), çözüm arayışlarının paralelinde Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS-

Bank for International Settlements) bünyesinde faaliyet göstermek üzere 1974'te kurulmuştur. Uluslararası Ödemeler Bankası, merkez bankaları arasında koordinasyonu sağlamak ve Young Planı çerçevesinde 1. Dünya Savaşı'na ilişkin borçları tahsil etmek amacıyla 1930 yılında Basel'de kurulmuş olup; tarihteki ilk uluslararası finansal kuruluştur. 1970'lere dek ağırlıklı Bretton Woods sistemini koruma amaçlı çalışan banka, 1970 ve 80'lerde yaşanan küresel finansal krizler sonucu uluslararası sermaye akışını ve bankacılık sistemlerini düzenlemeye odaklanmıştır (bis.org/BIS History-Overview; Bank For International Settlements [BIS], 2009: 1).

Basel Komitesi, Basel I Sermaye Uzlaşısı olarak adlandırılan risk odaklı sermaye yeterliliği düzenlemesinin ilk taslağını 1987'de yayımladıktan sonra G-10 ülkelerini kapsayan bir müzakere süreci başlatılmış ve yapılan bazı değişiklikler sonucu 1988'de kamuoyuna sunulmuştur. Basel I yayımlandığı tarihten itibaren birçok ülkede uygulanmaya başlamış ve genel sermaye standardı olarak kabul görmüştür. Basel I'de bankanın farklı risk gruplarına ayrılan bilanço içi varlıkları ve bilanço dışı kalemleri; farklı risk ağırlıklarıyla çarpılmakta ve kredi riskine ilişkin risk ağırlıklı aktifler bulunmaktadır. Buna göre banka, risk ağırlıklı varlıkların en az %8'i kadar sermaye (özkaynak) bulundurmak zorundadır. Örneğin 1.000 TL nakde ve özel sektöre kullandığı 1.250 TL'lik krediye sahip bir banka $1.000 \times \%0 + 1.250 \times \%100 = 1.250$ TL'lik risk ağırlıklı varlığa sahip olmakta ve buna bağlı olarak da en az 100 TL'lik sermaye bulundurmak durumunda kalmaktadır (BIS, 1988: 1,13,17,18). Basel I'e 1996'da piyasa riski de dahil edilmiş ve uzlaşi riske daha duyarlı hale getirilmiştir (Candan ve Özün, 2006: 47). Piyasa riskini de dikkate almasına rağmen tek bir risk değerlendirme tekniği getirmesi ve bankaların kendi iç risk algılamalarını dikkate almaması Basel I'in zayıf yönleri olarak değerlendirilmektedir. Basel I uzun yıllar boyunca 100'den fazla ülkede kullanılmakla beraber; bankacılık işlemlerinin karmaşıklaşması ve artan risk hacmi sonucunda ihtiyaçlara cevap veremez hale gelmiş ve yerini zamanla Basel II'ye bırakmaya başlamıştır (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu [BDDK], 2005: 1)

Basel I'in zayıf yönlerine getirilen eleştiriler Basel Komitesi'ni harekete geçirmiş ve yapılan çalışmalar sonucunda 1999, 2001 ve 2003'te yayımlanan istişare metinlerinden sonra Basel II kamuoyuna sunulmuştur. Riske daha duyarlı temel ve ileri düzey risk yaklaşımlarını getiren ve operasyonel riski de dikkate alan Basel II, %8'lik

asgari sermaye yeterliliği oranını korumaktadır. Bankalar kredi riskine ilişkin sermaye yükümlülüğünün hesaplanmasında iki tür yaklaşım kullanabilmektedir. Kredi kullanan taraflara bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarına göre belirlenen ve %0, %20, %35, %50, %75 %100 ve %150 gibi farklı risk ağırlıkları kullanabilen bankalar, kendi iç kredi derecelendirme sistemlerini de kullanabilmektedir. Özkaynakların ana sermaye (tier 1), katkı sermaye (tier 2) ve üçüncü kuşak sermaye (tier 3) şeklinde 3 kaleme ayrıldığı Basel II’de bankalar, kredi riskine ilişkin hesaplanan risk ağırlıklı aktiflere piyasa riski ve operasyonel risk için ayrılması gereken sermaye tutarının 12,5 ile çarpılması ile bulunan tutarın eklenmesi ile bulunan toplam risk ağırlıklı varlıkların en az %8’i kadar sermaye bulundurmak zorundadır (BIS, 2006: 1,6,12,15,19,20). Basel I’e kıyasla daha gelişmiş ve ileri düzey risk ölçüm teknikleri kullanan Basel II, 2013 itibariyle Avrupa Birliği ülkeleri, Avustralya, Brezilya, Kanada, Hong Kong, Hindistan, Japonya, Güney Kore, Meksika, Suudi Arabistan, Güney Afrika, İsviçre, ABD, Çin ve Türkiye başta olmak üzere birçok ülkede tüm kurallarıyla birlikte uygulanmaktadır (BIS, 2012: 1-2).

Basel II, Basel I’e kıyasla daha kapsamlı düzenlemeler getirmesine rağmen 2007’de ABD konut sektöründe başlayan ve 2008’de küresel boyuta ulaşan finansal krizde birçok bankanın iflas etmesi veya yüksek kayıplarla karşı karşıya kalması, banka sermayelerinin yeterli ve istenen kalitede olmadığını ortaya çıkarmıştır. Milyarlarca dolarlık zararları, küçülen ekonomileri ve artan işsizliği beraberinde getiren küresel finansal kriz; uluslararası bankacılık sektöründe yeni arayışlara yol açmıştır. Bu bağlamda ilk etapta menkul kıymetleştirme ve ticari portföye yönelik yeni risk yaklaşımlarını kapsayan Basel 2,5 düzenlemeleri 2009’da Basel II’ye eklenmiş, 2010’da ise Basel II’nin krizdeki eksikliklerini gidermeyi amaçlayan ek düzenlemeler getiren Basel III yayımlanmıştır (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası [TCMB], 2012: 56). Basel III’te Basel II’deki özkaynakların kapsamı değiştirilmiş, üçüncü kuşak sermaye uygulaması kaldırılmış ve ana sermaye içinde yer alan ve zarar karşılama potansiyeli yüksek unsurlar (ödenmiş sermaye, dağıtılmayan kârlar, kâr, diğer kapsamlı gelir kalemleri ile bu toplamdan düşülecek indirim kalemleri); çekirdek sermaye (common equity) olarak adlandırılmıştır (BDDK, 2010: 5). Katkı sermayenin ana sermayenin %100’ünü geçemeyeceği kuralını da kaldıran Basel III; asgari çekirdek sermaye oranını %2’den %4,5’a, asgari ana sermaye oranını ise %4’ten %6’ya çıkararak sermayenin

daha nitelikli olmasını hedeflemektedir (Accenture, 2012: 14). Basel III %8'lik asgari yeterlilik oranına ek olarak, risk ağırlıklı varlıkların en az %2,5'u oranındaki sermaye koruma tamponunun kademeli olarak çekirdek sermayeye eklenmesini öngörmektedir. Ülke şartlarına ve tercihlerine bağlı olarak risk ağırlıklı varlıkların %0'ı ile %2,5'u arasında değişen döngüsellik karşıtı sermaye tamponu ile de ekonominin büyüme hızının paralelinde hızlı kredi artışlarının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca %3 olarak belirlenen risk bazlı olmayan kaldıraç oranı ile ana sermayenin yaklaşık 33 katı büyüklüğünde bilançoya izin verilmesi yeni uygulamalar arasındadır. Yeni sermaye uzlaşısı ile 2013'ten itibaren kademeli bir şekilde 2019'a dek asgari çekirdek sermayesi ve sermaye koruma tamponu oranı %7'ye, asgari sermaye yeterliliği ve sermaye koruma tamponu oranı %10,5'a yükseltilecek; likidite karşılama oranı ve net istikrarlı fonlama oranı olmak üzere iki yeni oran da kullanıma sunulacaktır (BIS, 2011: 9,55,58,61,69).

1.5.2. Basel III'ün KOBİ Finansmanına Muhtemel Etkileri

Basel II'de yıllık satış hasılatı 50 milyon avronun altında olan işletmeler olarak sınıflandırılan KOBİ'lerin kullandıkları kredilere standart yaklaşım çerçevesinde uygulanan risk ağırlıkları, kredi tutarına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bankadan kullandığı toplam kredi tutarı 1 milyon avroyu geçmeyen KOBİ'ler perakende portföyde değerlendirilmekte, ilgili kredi standart %75 risk ağırlığına tabi tutulmaktadır. Bankadan kullandığı toplam kredi tutarı 1 milyon avronun üstünde olan KOBİ'ler ise kurumsal portföyde değerlendirilmekte ve ilgili krediye uygulanan risk ağırlığı işletmenin kredi notunun paralelinde %0 ile %150 arasında değişmektedir (BIS, 2004: 18,19,20,60). Basel III bu uygulamada değişiklik öngörmemekte, bu da yüksek tutarlarda kredi kullanan iyi kredi notuna sahip işletmelerin daha düşük maliyetlerle kredi kullanma avantajına sahip olmayı sürdürecekleri anlamına gelmektedir. Öte yandan Basel III'le birlikte %8 oranındaki sermaye yeterliliğine eklenecek %2,5 oranında sermaye koruma tamponu ve yine %2,5 oranında döngüsellik karşıtı sermaye tamponunun bankaların bulundurmaları gereken asgari sermayeyi risk ağırlıklı varlıkların %13'üne dek yükseltmesi, bankaların daha fazla özkaynak bulundurmalarını zorunlu kılacaktır. Sadece Avrupa'da bankaların ek sermaye ve likidite ihtiyaçları için yaklaşık 1,5 trilyon dolara ihtiyaç duyulduğu hesaplanmaktadır. Bankaların ilave

sermaye gereksinimlerini karşılamak amacıyla daha düşük risk ağırlığına tabi olan kredilere ağırlık vermeleri sonucu daha yüksek risk ağırlıklarına sahip KOBİ kredi tutarlarının azalması beklenmektedir (BDDK, 2010: 8). Ayrıca bankaların kredi kullandırma kapasitelerinde meydana gelecek daralmaların kredi faiz oranlarını artıracığı ve kredi faiz oranı artışlarından yüksek riskli KOBİ'lerin daha fazla etkileneceği tahmin edilmektedir (Ambler, 2011: 1). Halihazırda uygun şartlarda finansmana yeterli şekilde erişemeyen ve dış kaynak olarak banka kredilerine bağımlı şekilde faaliyet göstermek zorunda kalan KOBİ'lere tahsis edilecek banka kredilerinin hacminin küçülmesi ve daha maliyetli hale gelmesiyle, büyüme fırsatlarından uzak kalacak olan KOBİ'lerin ülke ekonomilerinin büyüme hızlarını doğrudan düşürmesi de beklentiler arasında sayılabilir. Muhtemel dezavantajların yanında Basel III'ün finansal stabiliteyi sağlama ve krizleri önleme stratejilerine yapacağı muhtemel katkı, finansal krizlerden büyük işletmelere göre daha fazla etkilenen KOBİ'lere pozitif olarak etki edebileceği söylenebilir.

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE PERFORMANSIN STRATEJİK BİLEŞENİ: FİNANSAL PERFORMANS

2.1. PERFORMANS

20.yüzyılla birlikte işletmelerde yönetim; üretimin girdi ve çıktıların ölçülebilir hale getirilmeye çalışıldığı ve teknik bir süreç olarak kabul edildiği bilimsel anlayıştan insan faktörünü ön plana alan, üretimi öncesi ve sonrasıyla daha etkileşimli bir süreç olarak gören ve emeği üretimin temel girdisi kabul eden müşteri memnuniyetinin yol gösterdiği modern yönetim anlayışına doğru bir değişim yaşamıştır. İşletme yönetimine ilişkin bu gelişmelerin paralelinde sonuca odaklı yönetim, yerini sistemin bir bütün olarak işleyişini başka bir ifadeyle performansını önceden belirlenmiş kriterlere göre ölçme, değerlendirme ve denetime tabi tutan yaklaşımlara bırakmıştır (İlhan, 2011: 113).

2.1.1. Performans Kavramı

Fransızcadan dilimize “başarım” olarak geçen performans, önceden planlanmış bir etkinlik sonucunda elde edilen çıktıyı nicel veya nitel olarak belirleyen bir kavramdır. Performans başka bir ifadeyle belirlenmiş bir hedefe ulaşım seviyesinin ölçümüdür (Devlet Planlama Teşkilatı [DPT], 2000: 74; tdk.gov.tr/performans). Performans, organizasyonun maddi ve manevi unsurlarından en üst düzeyde yararlanma derecesidir (Çakmak ve Ocaklı, 2006: 214). Performans, işletmeler özelinde, belirli bir dönemde gerçekleştirilen faaliyetlerin sonucu olarak da tanımlanabilmektedir (investorwords.com/performance).

İşletmelerin performans anlayışları, yönetim anlayışlarındaki gelişmelere de bağlı olarak değişimlere uğramıştır. Temel performans anlayışı minimum maliyetle sağlanabilecek maksimum üretim sonucu elde edilmesi amaçlanan kâr iken, iş dünyasının daha rekabetçi bir hâl almasıyla müşteri tatmini, kalite ve yenilik gibi faktörler de zamanla performans ile ilişkilendirilmeye başlanmıştır. Günümüzde performans; verimlilik, etkinlik, etkililik, ekonomiklik, kalite ve inovasyon olmak üzere

beş ana başlık altında toplanabilen unsurlardan oluşmaktadır¹² (DPT, 2000: 75; Celep, 2010: 11).

İşletme performansı unsurlarının başında gelen verimlilik, üretim faktörlerinin çıktı meydana getirebilme gücüdür (Latruffe, 2010: 18). Verimlilik eldeki kaynaklardan hangi düzeyde yararlanıldığı hakkında bilgi vermekle beraber temelde malların üretimi veya hizmetlerin yerine getirilmesi için gerekli olan çalışan, sermaye, nakit ve tüketilebilir kaynaklar şeklinde tanımlanan girdi ve faaliyetler sonucunda elde edilen ürün, hizmet veya diğer kalemler olarak ifade edilen çıktı arasındaki ilişkiye dayanır. Mevcut kaynaklarla mümkün olan en çok ürünün elde edilmesi veya aynı ürünün üretiminde giderek daha az kaynağa ihtiyaç duyulması verimlilik ile açıklanır (DPT, 2000: 75; Arife Coşkun, 2000: 9,23). Verimliliğin artması, belirli bir girdinin veya tüm girdilerin ortalama maliyetlerinin düşmesiyle mümkün olmaktadır. Verimliliğin düşük olması eldeki bir kısım kaynakların boşa kullanıldığını ve bir birimlik malın daha yüksek maliyetle üretildiğini gösterir (I. Ünal, 1989: 435-436). Verimlilik genel olarak miktar veya değer ile ifade edilen çıktının girdiye oranlanması ile hesaplanır. Verimlilik oranı tek başına bir anlam taşımamakla birlikte çoğunlukla karşılaştırma amaçlı kullanılır (K. Ünal, 2009). Bir diğer performans unsuru olan etkinlik, girdi-çıkıtı mekanizması ile işleri doğru şekilde yapabilme kabiliyetini açıklar (Yükçü ve Atağan, 2009: 2). Etkinlik belirli bir amaç veya çıktı için tüketilmesi planlanan kaynakların, gerçekte tüketilen kaynaklara oranlanması ile bulunur (K. Ünal, 2009). Etkililik ise daha önceden belirlenen planlara ulaşma derecesiyle ilişkilidir ve gerçekleşen çıktının planlanan çıktıya oranıyla açıklanır (Prokopenko, 1992: 36). Etkililik işletmenin saptanan amacının ne ölçüde gerçekleştirdiğini ifade eder ve amaçlara ulaşmada ortaya konulan başarıyı gösterir (DPT, 2000: 75). Ekonomiklik; kaynakların uygun miktar ve kalitede, uygun zamanda ve uygun yerde en uygun maliyetle elde edilmesidir ve fiziksel girdinin girdi maliyetine oranıyla ifade edilir (Arife Coşkun, 2000: 64; Celep, 2010: 16). Kalite ve inovasyon da özellikle son yıllarda değişen yönetim anlayışının paralelinde performans unsurları arasına girmiştir. Kalite belirli standartlara göre üretim yapma durumu, bir ürün veya hizmetin fiyatına bağlı olarak kullanıma uygunluğu, satış sonrası destek olgusu ve ürün/hizmetten sağlanan psikolojik tatmin duygusu olarak farklı

¹² Kârlılık birçok çalışmada performans göstergesi olarak kabul edildiğinden performans unsurlarına dahil edilmemiştir

şekillerde tanımlanabilir (Reid ve Sanders, 2005: 138-139). Yeni fikirlerin işletmeye, tüketicilere ve diğer işletmelere değer katacak şekilde işletmenin ürünlerine, süreçlerine veya faaliyetlerinin diğer bileşenlerine uygulanması şeklinde ifade edilebilen inovasyon; verimlilik, etkinlik, etkililik ve kalite ile birlikte performansı oluşturmaktadır (Greenhalgh ve Rogers, 2010: 4). İşletmenin ilgili unsurların uygulanmasında sağladığı başarı düzeyi, işletme performansını ortaya koyar.

2.1.2. Performans Yönetimi

Performans yönetimi, işletmelerin performanslarında gelişme sağlamaya odaklanan ve son yıllarda yaygın olarak kullanılan modern bir yönetim yaklaşımıdır (Gupta, 2005: 6). Performans yönetimi; tüm çalışanları performansın sürekli gelişimini hedefleyen ortak amaçlarda birleştirmeye ve bu amaçlara ulaşmak için gereken planlama, ölçme, yönlendirme ve kontrol işlerini yönetimin diğer işlevleri ile uyumlu bir şekilde yürütmeye odaklanan bir yönetim biçimidir (Arife Coşkun, 2000: 51). Performans yönetimi; işletmenin daha önceden belirlediği amaçlara etkinlik ve etkililik anlayışları çerçevesinde ulaşmasını sağlayacak faaliyetler bütünüdür ve aynı zamanda organizasyonların stratejik hedeflere ulaşabilmek amacıyla kaynakları, sistemleri ve çalışanları öncelikli alanlara tahsis etme sürecidir. Davranışları ve sonuçları yönetme teknolojisi olarak da tanımlanabilen performans yönetimi, performans sonuçlarını görüntüleyen ve ölçen bir sistemdir (Bogsnes, 2012: 5). Performans yönetiminin temelde iki boyutu vardır. İlki kurumsal amaç ve hedeflerin belirlendiği, amaç ve hedeflere kaynak ayrıldığı ve gerçekleştirme sonuçlarının raporlandığı kurumsal performans yönetimidir. Performans yönetiminin diğer boyutu ise daha çok insan kaynakları ile ilişkilendirilen ve kişisel performansları dikkate alan bireysel performans yönetimidir (Yenice, 2007: 95). İşletmelerde performans yönetimi bütünsel bir yaklaşım gerektirdiğinden çalışmada performans, bireysel performansı da kapsayıcı bir şekilde özellikle kurumsal boyut açısından dikkate alınmaktadır.

Performans yönetim süreci; planlama, ölçme ve değerlendirme ve denetim olmak üzere üç aşamadan oluşan döngüsel ve tekrarlanan bir süreçtir. Sürecin ilk aşamasında işletmenin amacına daha etkin bir şekilde ulaşabilmesi için stratejiler ve hedefler belirlenir. Stratejik planlamanın en önemli özelliği tüm organizasyonu

kapsayan genel ve bağlayıcı bir çerçeve oluşturmaktır. Planlamada uzun vadeli hedefler belirlenir, bu hedeflere yönelik amaçlar ortaya konulur, hedeflere ulaşma doğrultusunda stratejiler oluşturulur ve kaynaklar planlara göre kullanılır. İkinci aşamada işletme organizasyonunun mevcut performans düzeyi ölçülüp değerlendirilerek yönetim sistemleri ve süreçlerinin stratejilere uygunluğu sağlanmaya çalışılır. Son aşamada ise performans bilgisinin raporlanmasıyla birlikte iyileştirmeye ve performansı geliştirmeye dönük önlemler alınır. Denetim; geribildirim işlevi yardımıyla verimlilik artışı, büyüme, yapılanma gibi performanstan beklenenlerin gerçekleştirilmesini sağlamaya ve sistemi denge içinde tutmaya çalışır (DPT, 2000: 77-78; UK National Audit Office [NAO], 2001: 1; Bilgin, 2007: 28). Yine denetim aşamasında mevcut performans ile beklenen performans arasındaki fark tespit edilir ve performans açığının nedenlerinin bulunmasına çalışılır (Özer, 2009: 19). Performans yönetimi organizasyon, yöneticiler ve bireyler açısından işletmeye katkılar sunabilmektedir. Sürecin potansiyel faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mark ve Nayyar-Stone, 2002: 1; Uyargil, 2008: 13; Öztürk, 2009: 72-73; Celep, 2010: 37):

- İşletme, takım ve birey hedefleri düzene girer
- Performansı geliştirir, çalışanları motive eder, eğitim ve gelişme süreçlerini ilerletir
- Müşteri hizmetleri ve toplam kalite yönetimi çalışmalarına destek sağlar
- Yetkinlikler ve performansın ortaya konulması ve değerlendirilmesi için bir çerçeve oluşturur
- Kadroların teşvik ve desteklerle ödüllendirilmesi için temel oluşturur
- Performans değerlendirmesinde objektif yaklaşımlar geliştirir
- Bireylere yaptıkları işlerle ilgili hedef belirleme, planlama ve iş geliştirme fırsatı verir
- Hizmet ve üretimin kalitesi gelişir
- İşletmelerin hedeflerine ulaşma sürecine rehberlik eder
- İşletmelerin güçlü ve zayıf yönlerini değerlendirerek önlemler alınmasını sağlar
- Dış dünyadaki yeni gelişmeleri takip etmeyi kolaylaştırır, iç ve dış çevreleri analiz ederek problem çözümüne katkı sağlar
- Faaliyetlerin verimli, etkin ve etkili bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlar, organizasyonun etkinliğini artırır ve kaynak israfını önler

Performans yönetim sisteminden beklenen faydanın sağlanabilmesi için hedeflerin etkinliği de sağlanmalıdır. Yukarıdan aşağıya belirlenen hedeflerin hem zorlu hem de erişilebilir olması performansı yükseltirken motivasyona da olumlu etkide bulunabilmektedir (Özer, 2009: 9). Hedeflerin etkinliğinin sağlanması için hedefler rakamlar ile sayısal olarak ifade edilmeli ve somut olmalıdır. Somut hedefler dönem ait veriler, ihtiyaç analizleri, benzer işletmelerin performansları, iyi uygulama örneklerinin performansları ve çıktı performansına dayalı uzun vadeli planlar yardımıyla belirlenir. Belirli bir dönemde ulaşılması gereken kabul edilmiş performans düzeyini ortaya koyan somut hedeflerin etkin olabilmesi için aşağıdaki sorular sorulmalı ve cevaplandırılmalıdır (UK NAO, 2001: 21; Australia Tasmanian Audit Office, 2002: 31-32):

- Hedefler önemli faaliyetlere göre mi seçilmektedir?
- Hedef belirleme süreci tutarlı bir esasa dayanıyor mu?
- Hedefler anlamlı ve açık mı?
- Hedefler belirli dönemlerde gözden geçirilmekte midir?
- Hedeflere ulaşılama durumunda ne tür sonuçların ortaya çıkması beklenmektedir?

Başarılı bir performans yönetim sisteminin yapılandırılmasında işletme stratejisinin yanında piyasa koşulları, müşteri beklentileri ve geleceğe ilişkin rasyonel öngörüler dikkate alınması gereken özelliklerin başında gelmektedir (İme, 2010: 363).

2.1.3. Performans Ölçümü

Temel felsefesi değişim ve gelişim olan bir yönetim biçiminde ölçme ve değerlendirmelerin rolü göz ardı edilemez. Ölçümler kendi başlarında dahi gelişme kaynağıdır. Sürekli gelişimi hedefleyen işletmelerde gelişime yönelik uygulamalarda bulunmak ölçme sisteminin sağlayacağı olanaklarla mümkündür (Kubalı, 1998: 40). İşletmenin ürettiği çıktıların ve ulaştığı sonuçların organize edilme süreci olan performans yönetim sisteminin de etkin şekilde yönetilmesinin ve başarısının temelinde, performansın doğru ve objektif kriterler kullanılarak başarılı bir şekilde ölçülmesi yatmaktadır (Sayıştay, 2003: 11; Özer, 2009: 10). Performans ölçümü işletmenin daha önce belirlediği amaç ve hedeflere göre ortaya çıkan ürünleri, hizmetleri ve sonuçları

birlikte değerlendirmesine olanak sağlayan analitik bir süreçtir. Performans ölçümü başka bir ifadeyle ulaşılan sonuçları takip edebilmek amacıyla düzenli olarak veri toplanması ve bu verilerin analize tabi tutulmasıdır (Sayıştay, 2003: 9). Performans ölçümü bir program çerçevesinde yürütülen faaliyetlerin rakamlarla ifade edilmesidir (UK NAO, 2001: 9). Performans ölçümü; işletmenin neyi ve neleri elde etmeyi amaçladığını, kullandığı finansal ve fiziki kaynakların neler olduğunu, elindeki kaynakları hangi yöntemler kullanarak hedeflere dönüştürdüğünü, faaliyetleri sonucunda elde ettiği mal ve hizmetlerin hedeflenen amaçlara ulaşılmasındaki etkilerini analiz eden döngü olarak da tanımlanabilir (Arife Coşkun, 2000: 51). İşletme performansının; işletmenin faaliyetlerinin izlenmesi ve kontrol edilmesi, işletmenin büyümesi, büyümeye yönelik çalışmaların verimliliğinin azami düzeye çıkarılması, işletme hedeflerine ulaşabilmek adına organizasyonun uyumlaştırılması, çalışanların ödüllendirilmesi ve disipline edilmesi için ölçülmesi gerekmektedir (Bititci, Carrie ve Turner, 2002: 176). Performans ölçümü ile elde edilen sonuçlar, misyon ve hedefler ile paralellik gösteriyorsa, istenilen performans düzeyine yaklaşılmış ya da ulaşılmış demektir.

Performans ölçümü; bir işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetlerde hedeflenen sonuçlara ulaşıp ulaşılmadığının ve ilgili faaliyetlerin verimli, etkin, etkili ve ekonomik bir düzeyde gerçekleşip gerçekleşmediğinin değerlendirilmesinde kritik bir yönetim aracı işlevi görür. Performans ölçümü tek başına bir amaç teşkil etmemekle birlikte karar alma süreçlerinde kullanılan ve performans gelişimine katkı sağlayabilen bir süreçtir. İşletmeye birçok noktada katkı sunan performans ölçümünün potansiyel yararları şu şekilde sıralanabilir (ABD Hazine Bakanlığı Mali Yönetim Dairesi, 2000: 4; Sayıştay, 2003: 9-11):

- Yöneticilere organizasyonu daha iyi yönetmeleri için elverişli bilgiler sağlar
- Yöneticilere önceden belirlenmiş sonuçları elde edebilmeye yönelik programlarını daha etkili şekilde yürütmelerine yardımcı olur
- Planlara, programlara ve süreçlere ilişkin ortaya çıkan sorunlara süreklilik temelinde çözümler bulunmasına yardımcı olur
- Çalışanların bireysel performansları ile kurumsal performans arasında bağlantı tesis eder
- Hesap verme sorumluluğunu geliştirir

- Bütçe hazırlama sürecinde hangi faaliyetlere ne miktarda kaynak ayrılacağına belirlenmesine katkı sağlar
- İşletme dışına yönelik raporlama yoluyla kamuoyunun ilgisini işletmeye çevirerek kalite anlayışının yerleşmesine ve gelişmesine katkıda bulunur

Performans ölçümü sadece işletme organizasyonuna katkı sağlamamakta; bankalar başta olmak üzere kredi veren kuruluşlar, yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, devlet ve kamunun oluşturduğu işletme paydaşlarının kullanımları için bilgi de sağlamaktadır (Miller, 2005: 72). Performans ölçümünün olumlu etkilerinin yanında birtakım olumsuz etkileri de olabilmektedir. Ölçüme ilişkin sorunların bir kısmı ölçümün zorluklarından kaynaklanan teknik sorunlar iken, diğer kısmı bireylerin performans ölçümüne verdikleri psikolojik tepkilerden kaynaklanmaktadır. Performans ölçüm süreci; ölçüm sonuçlarının işletme tarafından etkilenmesi, işletmenin yenilik yapmasının engellenmesi, aşırı bilgi toplanması, ölçüm faaliyetlerinin bürokrasiyi artırması ve çalışanların mevcut işlerinin aksatmaları risklerini bünyesinde barındırmaktadır. Risklerin varlığı nedeniyle performans ölçüm sisteminin hayata geçirilmesinde bu risklerin dikkate alınması ve sistemin olası sorunları devre dışı bırakacak şekilde dizayn edilmesi gerekmektedir (Yenice, 2007: 95-97). Performans ölçüm sistemindeki yanlış uygulamalar çalışanların motivasyonlarını düşürebilmekle beraber gereksiz bilgi derlenmesi ve bu bilginin analiz edilmesi noktasında kaybedilen zaman nedeniyle ciddi kayıplara yol açabilir. İyi düzenlenmemiş performans ölçüm sistemleri, işletmenin rekabet ortamına ayak uyduramamasına sebep olur (Özer, 2009: 13).

Stratejik amaç ve hedefler ile performans hedeflerine ulaşmak amacıyla gerçekleştirilen faaliyetlerin sonuçlarını ölçmek, değerlendirmek, izlemek ve performans ortaya koymak için kullanılan araçlar; performans ölçüleri ve performans göstergeleridir (Maliye Bakanlığı, t.y.: 3). Performans ölçüleri ve göstergeleri birbirlerinden farklı terimler olmakla birlikte sıklıkla aynı anlama gelecek şekilde kullanılmaktadır. Performans ölçümü de bu bağlamda hem göstergeleri hem de ölçüleri kapsamaktadır. Performans ölçüleri hedeflere yönelik faaliyetlerin ne derece iyi yürütüldüğünü açıklayan sayısal ifadelerdir. Performans göstergeleri ise dolaylı ölçüler olup doğrudan ölçüm yapmanın mümkün olmadığı veya zor olduğu ve kesin bir sebep-sonuç ilişkisinin kurulamadığı durumlarda çıktı ve performansla ilgili açıklayıcı bilgiler

sağlamaktadır. Göstergeler, işletme faaliyetlerini farklı yönlerden ölçen doğrudan ölçülerden türetilir ve dize, oran veya birim başına ölçü olarak ifade edilir¹³ (Sayıştay, 2003: 12-13). Niteliksel ve niceliksel olarak performans karakterize eden ve tanımlayan performans göstergeleri; işletmelerin stratejik planlarında yer alan önceden belirlenmiş amaçları gerçekleştirme odaklı süreçlerin yönetiminin ve takibinin etkinliğini ölçmede kullanılır (New York State, 2003: 51). Performans göstergelerinin taşıması gereken özellikler şu şekilde sıralanabilir (UK NAO, 1997: 16; Australia Tasmanian Audit Office, 2002: 56; Sayıştay, 2003: 14).

- Hedeflerle ilgili ve anlamlı (Misyon, amaç ve hedeflerle doğrudan ilgili ve anlamlı bilgiler vermesi)
- Sorumluluklarla bağlantılı (Önceden belirlenmiş performans standardına ulaşılmasından sorumlu olan birimle eşleştirilmesi ve performansı değerlendirecek ve hesap verecek olanlar tarafından ortak bir şekilde belirlenmesi)
- Kurumsal olarak kabul görmüş (İşletme içinde hedeflere ulaşma sürecinde ve bütçe kararlarının alınmasında yararlanılması)
- Dengeli (Performansa ilişkin net bir tablo ortaya koyması bakımından farklı performans ölçüleri kullanması)
- Açık, iyi tanımlanmış ve basit (Anlaşılmasının, hesaplanmasının, yorumlanmasının göreceli kolay ve hızlı olması ve yanlış anlaşılmaya müsait olmaması)
- Güvenilir, güncel ve zamanlı (Esas aldığı verilerin doğru olması ve ilgili verilerin gerekli olan zaman periyodunda üretilmiş olması)
- Karşılaştırılabilir (İşletme içi ve işletmeler arası karşılaştırmalara ve yıllara ilişkin mukayeselere elverişli olması)
- Doğrulanabilir (Veri toplama süreçlerinin açık şekilde belgelendirilmesi)
- Maliyet etkin (Veri toplama ve işleme maliyetlerinin rasyonel olması)
- Ters etki yaratmayan (İstenmeyen ve yarar sağlamayan eğilimleri özendirmemesi)

¹³ Performans göstergelerinin, ölçülerden ortaya çıkarılmasına ve dolaylı ölçü olarak kabul edilmesine ek olarak konumuz açısından gösterge ve ölçü terimleri farklılık teşkil etmediğinden dolayı; gösterge terimi ölçü terimini de ifade edecek ve kapsayacak şekilde kullanılacaktır

- Dışsal ilgi alanına sahip (İşletme içi süreçler veya teknik prosedürlere yoğunlaşmaması)
- Tutarlı (Tanımlamasının kısa vadede işletme içinde ve işletmeler arasında uyumluluğunu kaybetmemesi)

Ölçüm sürecinde önce girdilere değil sonuç ve kalite göstergelerine dayalı performans ölçümü yapılır. İşletme amaç ve hedeflerine uygun seçilen göstergelerden her birine gerçekçi, ölçülebilir ve mevcut kaynaklar ile gerçekleştirilebilir bir hedef belirlenir. Bu noktada çalışanlar da ana hedeflere bağlı kalmak suretiyle kendi bireysel performans hedeflerine sahip olmalıdır. Hedef belirlemeden sonra izleme çerçevesi geliştirilir, sürekli ölçüm yapılır ve sonuçlar ayrıntılı bir şekilde analiz edilir. Performans ölçümünde sürece ilişkin risklerin ve performans göstergelerinin taşınması gereken özelliklerin dikkate alınması sürecin başarısını artırabilecektir (Ali Coşkun, 2007: 2; Özer, 2009: 12).

2.2. FİNANSAL PERFORMANS

İşletmenin faaliyet sonuçlarını parasal terimlerle ifade eden finansal performans, belirli bir dönemde varlıkların gelir elde etmeye yönelik kullanım düzeyini ve işletmenin finansal durumunu ortaya koyar ([businessdictionary.com/financial performance](http://businessdictionary.com/financial-performance); [investopedia.com/financial performance](http://investopedia.com/financial-performance)). Finansal performans 1990'lı yılların başına dek işletme performansını tek başına karşılayan bir kavram olarak yaygın şekilde kullanılmış fakat son yıllarda bilgi ekonomisine geçişin hızlanmasının paralelinde finansal olmayan performansla birlikte işletme performansının bir alt boyutu olarak kabul edilmeye başlanmıştır.

2.2.1. Finansal Performans Ölçümü

Finansal olmayan performansla birlikte işletme performansını oluşturan ve ifade eden finansal performans, tek başına işletme performansını açıklama noktasında yeterli olmamakla beraber performansın başlıca bileşeni olma özelliğini günümüzde de korumaktadır. İşletmenin finansal olarak hangi noktada olduğunun belirlenmesi ve ileriye yönelik finansal yönetime dair kararların alınabilmesi için finansal performansın

ölçülmesi gerekmektedir. Finansal performans hedeflerine ulaşmak amacıyla gerçekleştirilen faaliyetlerin sonuçlarını ölçmek, değerlendirmek ve finansal performans ortaya koymak için farklı hesaplamalara tabi finansal performans göstergelerinden yararlanılır. İşletmelerde finansal yönetimin araçlarından olan finansal göstergeler; finans fonksiyonunun etkin ve etkili bir şekilde yürütülmesi bağlamında finansal kaynakların işletmenin genel amaçlarını destekleyecek şekilde tedarik edilmesine ve kullanılmasına yardım eder. Finansal göstergeler işletmenin başlıca amaçları arasında yer alan hedeflenen finansal performans düzeyine ulaşıp ulaşılmadığı hakkında bilgi verirken, girdi ve çıktıları finansal terimlerle ifade ederek denetim mekanizmasını da çalıştırır (Otley, 2002: 3-4). Finansal performans ölçümü; finansal performans göstergeleri aracılığıyla kârlılık, fiyatlandırma, bütçeleme, maliyet yönetimi, duran varlık alımı ve stratejik planlamaya ilişkin karar alma süreçlerinde bilgi sağlar. Finansal analiz çerçevesinde yürütülen finansal performans ölçümü; yöneticiler, kredi verenler ve mevcut/potansiyel yatırımcılara ek olarak 21.yüzyılın rekabetçi ekonomik sistemlerinde aynı sektörde faaliyetlerini sürdüren işletmeler tarafından da karşılaştırma amaçlı olarak sıklıkla kullanılmaktadır. Finansal performans göstergelerini sağladığı veri türüne göre muhasebe bazlı (accounting-based), değer bazlı (value-based) ve piyasa bazlı (market-based) şeklinde üç sınıfa ayırmak mümkündür (Çalışkan, İçke ve Aytürk: 2011: 61; Yalçın, Bayrakdaroğlu ve Kahraman, 2012: 351).

2.2.1.1. Muhasebe Bazlı Finansal Performans Göstergeleri

Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri ağırlıklı olarak bilanço ve gelir tablosu başta olmak üzere finansal tablolardaki kalemlerin birbirine oranlanması ile hesaplanır. İki kalem arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak ifade eden oranların hesaplanması, tek başına bir amaç olmamakla beraber asıl amaç finansal analiz aracı niteliğindeki oranların işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. İşletme içinde hesaplanan oranlar işletmenin geçmiş dönemlerine ait oranlarla, genel kabul görmüş oranlarla veya işletmenin içinde bulunduğu sektör için geliştirilen oranlarla karşılaştırılarak değerlendirmelerde bulunulur. Değerlendirmelerde bulunulurken ekonominin genel durumu ve varsa enflasyon da dikkate alınmalıdır. Sektörün standart oranları, sektörde faaliyette bulunan çok sayıda işletmenin finansal

oranlarının ortalamasına göre hesaplanmaktadır. Standart oranların hesaplanmasında ele alınan işletmelerin yapısal yönden homojen olmasına ve oranlarında karşılaştırmayı bozacak düzeyde sapmalar olmamasına dikkat edilir. Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri olarak kullanılan kârlılık oranları ile yapılan analizlerde geçmiş ve hedeflenen kâr oranı arasında farklılık var mı ve rakip işletmelere ve sektör ortalamalarına göre kâr oranı hangi düzeyde gibi sorulara cevap aranır. Varlıkların ve kaynakların defter değerlerini dikkate alan kârlılık oranları işletmenin tüm faaliyetlerinde kârlı çalışıp çalışmadığının, geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesinin ve elde ettiği kârın ölçülü olup olmadığının tespitinde kullanılır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 640,641,642,668). İşletmeler finansal performans göstergesi olarak kullanılan çok sayıda kârlılık oranı alternatifine sahiptir. En yaygın kullanılan göstergeler aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, yatırılan sermayenin kârlılık oranı ve hisse başına kârdır (Damodaran, 2007: 7; Yalçın ve diğ., 2012: 352).

2.2.1.1.1. Aktif Kârlılık Oranı (ROA-Return on Assets)

Varlıkların getiri oranı olarak da bilinen aktif kârlılık oranı işletmenin üretim ve pazarlama alanlarındaki başarısına bağlı olmakla birlikte net kâr ve net varlık tutarları kullanılarak hesaplanır (Kabajeh, Nu'amat ve Dahmash, 2012: 116; Brealey, Myers ve Marcus, 2012: 95).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Varlıkların hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren aktif kârlılık oranı, işletmenin net kâr marjı ile varlık devir hızının çarpımı ile de hesaplanabilmektedir. Göreceli düşük aktif kârlılık oranı, net kâr marjının veya varlıkların devir hızının ya da her iki oranın düşük olmasından kaynaklanır (Yükçü ve Atağan, 2010: 29). Aktif kârlılık oranını; verimli kullanılmayan varlıkların kârı düşürmeyecek şekilde elden çıkarılması, belirli satış geliri için giderlerin azaltılması veya müşteri talebini ve kârı azaltmayacak şekilde satış fiyatlarının yükseltilmesi yoluyla artırmak mümkündür.

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâr, faizler ve vergiler indirildikten sonraki tutarı gösterdiğinden vergi sonrası net kârın kullanıldığı durumda ilgili oran işletmenin sermaye yapısına göre değişebilmektedir. Varlıklarını ağırlıklı olarak yabancı kaynaklar (borçlar) ile finanse eden bir işletme, varlıklarının büyük bir bölümünü özkaynaklar ile finanse eden diğer bir işletmeden daha fazla faiz ödeyeceğinden kaynakları daha verimli kullanmasına rağmen daha az kârlı görünebilecektir. Bu durumda sermaye yapısından bağımsız olarak varlıkların getiri oranının hesaplanmasında net kâr yerine faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) kullanılması daha anlamlı olacaktır. Ekonomik rantabilite oranı olarak da adlandırılan bu oran, işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını göstermektedir (Akgüç, 1998: 67-68).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Faiz ve vergi öncesi kârın vergi sonrası tutarı da aktif kârlılık oranının hesaplanmasında dikkate alınabilmektedir (Damodaran, 2007: 13).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{FVÖK} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâra vergi sonrası faiz giderlerinin eklenmesi ile de ulaşılabilen vergiden arındırılmış faiz ve vergi öncesi kârın kullanımı, ilgili oranı daha hassas hale getirir (Damodaran, 2007: 13).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr} + \text{Faiz Giderleri} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Analizlerde daha çok işletmenin asıl faaliyetlerine ilişkin gelir ve giderler dikkate alındığından, faiz ve vergi öncesi kâr yerine faaliyet kârı da yaygın olarak kullanılmakta ve bu durumda oranın payında vergi sonrası faaliyet kârı yer almaktadır (Brealey ve diğ., 2012: 87).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Net Varlıklar}}$$

Net kâr/net varlıklar oranının paydasında yabancı kaynaklar ve özkaynaklarla finanse edilmiş varlıklar yer alırken, payında sadece özkaynak yatırımcıları için sağlanan vergi sonrası net kârın yer alması tutarsızlık ortaya çıkarmaktadır. Net kâr yerine özkaynak yatırımcıları ve kreditorler için sağlanan kârı temsil eden, kreditorlerin koydukları sermaye karşılığında kazandıkları gelirleri de (faiz giderlerini) kapsayan vergi sonrası faaliyet kârının kullanımıyla bu sorun ortadan kaldırılır (Brealey ve diğ., 2012: 87).

2.2.1.1.2. Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE–Return On Equity)

Mali rantabilite olarak da adlandırılan özkaynak kârlılık oranı, elde edilen kârla işletme sahiplerinin sağladıkları özkaynaklar arasındaki ilişkiyi ortaya koyar (Çelik ve Aslanertik, 2011: 73). Net değer kârlılık oranı (RONW–Return On Net Worth) olarak da bilinen özkaynak kârlılık oranı; özkaynak yatırımcılarının başka bir ifadeyle ortakların sağladıkları sermaye karşılığında ortaya konulan kâra odaklandığından, kreditorlerin getirileri olan borç maliyetleri düşüldükten sonra ortaklara kalan kârı dikkate alır. Burada net kâr, ortaklar tarafından finanse edilen varlıkların kullanımından elde ettikleri kârdır.

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Özkaynak kârlılık oranı hesaplanırken net kâr, nominal veya ödenmiş sermayeye

de oranlanabilmektedir. Fakat nominal sermayenin tamamının ödenmemiş olabilmesine ek olarak yedek akçelerin varlığı veya ilgili dönemde ve geçmiş dönemlerde ortaya çıkan zararlar nedeniyle ödenmiş sermaye ile özkaynaklar arasında önemli tutar farklılıkları ortaya çıkabildiğinden; oranda nominal veya ödenmiş sermaye kullanımı yanıltıcı olabilmektedir. Oran hesaplanırken işletmenin dönem sonundaki özkaynakları veya hesap dönemindeki ortalama özkaynaklar tutarı dikkate alınabilir. İşletmenin dönem başı ve dönem sonu özkaynakları arasında ihmal edilebilir bir farklılık varsa dönem başı, dönem sonu veya ortalama özkaynaklar tutarları kullanılabilir. Fakat özellikle hızlı şekilde büyüyen işletmelerde ortalama tutarı kullanmak daha uygun olacaktır.¹⁴ Oran net kâr marjı ve özkaynaklar devir hızının çarpımı ile de hesaplanabilmektedir. Özkaynak kârlılık oranı; diğer koşullar aynı kalmak şartıyla net kâr marjının artması, özkaynaklar devrinin hızlanması veya her iki oranın da artması ile olumlu olarak değiştirilebilir (Akgüç, 1998: 63-65).

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Özkaynak kârlılık oranı; net kâr marjının, varlıkların devir hızı ve özkaynak çarpanı ile çarpılmasıyla da elde edilebilmektedir (Reilly, 1997: 1).

$$\text{Özkaynak Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Varlıklar}} \times \frac{\text{Net Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Aktif kârlılık oranı işletmenin üretim ve pazarlamaya ilişkin faaliyetlerindeki etkinliğine bağlı olduğundan, özkaynak kârlılık oranı özellikle (1+yabancı kaynaklar/özkaynaklar) şeklinde sadeleştirilebilen (net varlıklar/özkaynaklar) oranının ifade ettiği sermaye yapısından etkilenmektedir. Yabancı kaynakların özkaynaklara oranı, işletmenin varlıklarının yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiği hakkında bilgi verir. İşletmeye kredi verenler bu oranın göreceli düşük olmasını isteme

¹⁴ Bu yaklaşım diğer tüm kârlılık oranı hesaplamaları için geçerlidir

eğilimindedirler çünkü işletmenin iflası durumunda özkaynakların belirli bir düzeyde olması halinde alacaklarını tahsil etme olanağı bulurlar. Diğer taraftan işletme ortakları ise genellikle oranın belli bir düzeye kadar artması taraftarıdır. Bu durum finansal kaldıracın etkisiyle işletmenin kârlılığını artırıp ortaklara daha fazla kâr payı dağıtılmasına olanak sağlar. Varlıkların getiri oranı yabancı kaynak maliyetinden yüksek olduğu sürece, (FVÖK/FVÖK-faiz) ile ifade edilen finansal kaldıraç derecesi yabancı kaynak kullanıldıkça artar ve faiz ve vergi öncesi kârda ortaya çıkan artış finansal kaldıraç derecesine bağlı olarak özkaynak kârlılığını da artırır. Fakat işletme sınırsız bir şekilde finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanamaz. Belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak maliyeti özkaynak maliyetinden düşük olsa da, yabancı kaynak kullanımı riski de giderek artırdığından yabancı kaynak maliyeti ve işletmenin toplam riskinin artması neticesinde özkaynak maliyeti de giderek artar. Bu nedenle finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanabilmek için yabancı kaynaklar ve özkaynaklar arasında optimal dengenin sağlanması gerekir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 653; Erdoğan, 2009: 242; Brealey ve diğ., 2012: 95).

2.2.1.1.3. Yatırılan Sermayenin Kârlılık Oranı (ROIC-Return On Invested Capital)

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı (YSKO) işletmeye uzun vadeli kaynak sağlayan yatırımcıların ve işletme ortaklarının yatırdıkları sermayenin kârlılığını ortaya koyan bir finansal performans göstergesidir. Oran, temelde bilançonun pasifinde yer alan kalemlerin tümünü ifade eden finansal yapıdan daha dar kapsamlı olarak faiz yükü taşıyan uzun vadeli borçları (uzun vadeli yabancı kaynaklar) ve özkaynakları kapsayan sermaye yapısını dikkate alır. Yatırılan sermayenin kârlılık oranı, en yalın haliyle vergi sonrası faaliyet kârının faiz yükü taşıyan uzun vadeli borçlar ve özkaynaklar toplamından oluşan yatırılan sermayeye oranlanması ile bulunmakla beraber bu hesaplama şekli uygulamada sık kullanılmaz (Brealey ve diğ., 2012: 86).

$$YSKO = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Faiz Yükü Taşıyan Uzun Vadeli Borçlar} + \text{Özkaynaklar}}$$

Faiz yükü taşıyan uzun vadeli borçlara, faiz yükü taşıyan kısa vadeli borçların (kısa vadeli yabancı kaynaklar) eklenmesiyle hesaplanan oran uygulamada yoğun olarak kullanılmaktadır¹⁵ (Desai, Ferri ve Treadwell, 2006: 4; Damodaran, 2007: 10; Bishop, 2009: 2).

$$YSKO = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Faiz Yükü Taşıyan Borçlar} + \text{Özkaynaklar}}$$

Oranın paydasında yer alan yatırılan sermaye, sermaye bazlı hesaplamanın yanında kaynakların tahsis edildiği uzun ve kısa vadeli yatırımları dikkate alarak varlık bazlı olarak da ifade edilebildiğinden dolayı dönen varlıklar ve duran varlıklar toplamından faiz yükü taşımayan borçların çıkarılması ile de hesaplanır (Hoque, Akter ve Shil, 2004: 11; Damodaran, 2007: 13; Shil, 2009: 173; Hitchner, 2011: 1090).

$$YSKO = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Dönen Varlıklar} + \text{Duran Varlıklar} - \text{Faiz Yükü Taşımayan Borçlar}}$$

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı; işletmenin yaptığı yatırımlara tahsis edilen kaynakları dikkate aldığından, yatırımlarda kullanılmayan kasadaki nakit mevcudu yatırılan sermayeden indirilerek de hesaplanabilmektedir (Damodaran, 2007: 44).

$$YSKO = \frac{\text{Faaliyet Kârı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}{\text{Faiz Yükü Taşıyan Borçlar} + \text{Özkaynaklar} - \text{Nakit}}$$

(Vergi sonrası faaliyet kârı/net satışlar) ve (net satışlar/yatırılan sermaye) oranlarının çarpımıyla da elde edilebilen yatırılan sermayenin kârlılık oranı; belirli bir satış geliri için satışların maliyetinin, araştırma ve geliştirme giderlerinin, pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin ve genel yönetim giderlerinin azaltılması veya belirli bir satış gelirinin daha az sermaye yatırılarak kazanılması ile artırılabilir (Hill ve Jones,

¹⁵ Çalışmanın daha sonraki kısımlarında yatırılan sermaye hesaplamasında bu eşitlik kullanılacaktır

2008: 94).

Tek başına anlam ifade etmeyen yatırılan sermayenin kârlılık oranı kullanılarak yapılan analizlerde, ilgili oran işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile karşılaştırılarak yorumlanır. Oran; özkaynak yatırımcısı konumundaki ortakların işletmenin yatırımlarından bekledikleri minimum getiri oranı olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden yüksek ise işletme artı değer yaratıyor, düşük ise ortakların işletme üzerinde sahip oldukları değer azalıyor şeklinde yorumlanır. Yatırılan sermayenin kârlılık oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden yüksek olduğu sürece, işletmenin karşılaşacağı olası negatif nakit akışı her zaman olumsuz bir durum olarak algılanmaz. Vergi sonrası faaliyet kârının pozitif fakat nakit akışının negatif olması, işletmenin kârlı olmasına ek olarak kârın büyümeyi sağlayabilecek sabit varlıklara yatırıldığının diğer bir ifadeyle kârlı büyümenin göstergesi olabilir (Brigham ve Ehrhardt, 2010: 66).

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı, bulundukları sektörlerde belirli bir süre yüksek getiri oranlarıyla faaliyet gösteren işletmelerin rekabetçi üstünlük dönemlerinin (CAP-competitive advantage period) süresini belirleyen başlıca faktördür. Yüksek yatırılan sermayenin kârlılık oranlarıyla faaliyetlerini sürdüren işletmeler genellikle göreceli uzun rekabetçi üstünlük dönemine sahip olur. Sürekli ve hızlı değişimlerin yaşandığı sektörlerde sektöre giren ve çıkan işletme sayısının fazla olması rekabeti artırırken rekabetçi üstünlük dönemi sürelerini kısaltır ve işletmelerde yatırılan sermayenin kârlılık oranları zamanla düşer. Bir işletmenin yüksek marka değerine, güçlü iş modeline, ölçek ekonomisi avantajına, fiyatlandırma gücüne ve etkin dağıtım kanallarına sahip olması sektöre yeni işletmelerin girmesini zorlaştırırken diğer taraftan yüksek yatırılan sermayenin kârlılık oranlarının devamlılığını sağlar. Fakat bir işletme uzun süre aynı sektörde yüksek kârlılık oranlarıyla faaliyet gösteremez; rekabet, yatırılan sermayenin kârlılık oranını zaman içinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine yaklaştırır (Chan, 2001: 16-17).

Yatırılan sermayenin kârlılık oranı; işletmenin yatırımlarında kullandığı yabancı kaynakların ve özkaynakların maliyetini açıklayan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle karşılaştırılarak yaratılan değere odaklandığından, aktif kârlılık oranına ve özkaynak kârlılık oranına göre daha tutarlı, daha hassas ve daha doğru sonuçlar verir.

Büyümenin her zaman olumlu olmadığını ve yüksek net kâr marjının yüksek kârlılık anlamına gelmediğini de açıklayan oran, özkaynak kârlılık oranlarının eksikliklerini de ortaya koyar. Bu durumlar aşağıdaki örnekler yardımıyla daha iyi açıklanabilir (Chan, 2001: 18-20).

- **Büyüme her zaman olumlu değildir**

Tablo 2.1. Örnek 1

	İşletme A		İşletme B	
	Yıl 1	Yıl 2	Yıl 1	Yıl 2
Yatırılan Sermaye	10.000	11.000	10.000	20.000
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%10	%10	%10	%10
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	1.000	1.250	1.000	1.500
YSKO	%10	%11	%10	%7,5

İşletme B yatırılan sermayesini 10.000'den 20.000'e çıkartarak %100, vergi sonrası faaliyet kârını ise 1.000'den 1.500'e çıkartarak %50 artırmasına rağmen %7,5'lik yatırılan sermayesinin kârlılık oranı %10'luk ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin altında kaldığı için işletme ortakları açısından değer azalışı yaşanmıştır. Diğer taraftan İşletme A, kârını (%25) ve sermayesini (%10) daha düşük oranlarda artırmakla birlikte kârlılık oranı sermaye maliyetini aştığından değer yaratmıştır. Büyüme işletme açısından finansal anlamda her zaman olumlu olmamakla beraber rasyonel finansal gelişim için önemli olan değer yaratan büyümedir.

- **Yüksek net kâr marjı yüksek kârlılık anlamına gelmez**

Tablo 2.2. Örnek 2

	İşletme A	İşletme B
Net Satışlar	10.000	10.000
Net Kâr	1.000	4.000
Net Kâr Marjı	%10	%40
Varlıklar	10.000	40.000
Varlık Devir Hızı	1	0,25
Aktif Kârlılık Oranı	%10	%10

İşletme B, İşletme A'dan daha yüksek net kâr marjına sahip olmasına rağmen varlık devir hızının daha yavaş olması nedeniyle diğer işletmeyle aynı aktif kârlılık oranına sahiptir. Yatırılan sermayenin kârlılık oranı (vergi sonrası faaliyet kârı/net satışlar) x (net satışlar/yatırılan sermaye) şeklinde de ifade edilebildiğinden düşük kâr marjları düşük değer yaratımı anlamına gelmemekte, yatırılan sermaye devir hızı yüksek olduğu sürece diğer bir ifadeyle belirli bir satış geliri düzeyine göreceli daha az yatırılan sermaye ile ulaşıldığı sürece işletme değer yaratma gücünü korumaya devam eder.

- **Özkaynak kârlılık oranı her zaman en doğru ve tutarlı sonucu vermez**

Tablo 2.3. Örnek 3

	İşletme A	İşletme B
	10.000 Özkaynak	5000 Borç + 5000 Özkaynak
Net Satışlar	20.000	20.000
Faaliyet Giderleri	18.000	18.000

Tablo 2.3. (Devam) Örnek 3

Faiz Giderleri	0	300
Vergiler (%40)	800	680
Net Kâr	1.200	1.020
Borç (%6)	0	5000
Özkaynaklar	10.000	10.000
Özkaynak Kârlılık Oranı	%12	%20,4
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	1.200	1.200
YSKO	%12	%12

İşletme B'nin özkaynak kârlılık oranı daha yüksek olmasına rağmen, her iki işletmenin yatırılan sermayelerinin kârlılık oranı aynıdır. Yatırılan sermayenin kârlılık oranı, sermaye yapısından bağımsız olarak operasyonel finansal performansa odaklandığından ve faaliyetlerin etkinliğine ilişkin finansal veri sağladığından bu oranın özkaynak kârlılık oranına göre daha hassas ve doğru bir finansal performans göstergesi olduğu söylenebilir.

2.2.1.1.4. Hisse Başına Kâr (EPS-Earnings Per Share)

Hisse başına kâr (HBK), dolaşımda bulunan adi hisse senedi başına işletmenin ürettiği kârı ifade eder. Adi hisse başına kâr, hisse başına kâr (basic EPS) ve sulandırılmış hisse başına kâr (diluted EPS) olmak üzere iki şekilde hesaplanır (GrantThornton, 2012: 28). Hisse başına kâr, adi hisse senedi sahiplerine atfedilebilir kârın dolaşımdaki hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısına bölünmesi ile hesaplanır. Öncelikli hisse senedi çıkarılmışsa, net kârdan bu hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kâr indirilir (Ernst&Young, 2012: 4-5).

$$HBK = \frac{\text{Net Kâr} - \text{Öncelikli Hisse Senedi Sahiplerine Dağıtılacak Kâr}^{16}}{\text{Dolaşımdaki Adi Hisse Senetlerinin Ağırlıklı Ortalama Sayısı}}$$

Uluslararası Muhasebe Standartları'na göre hisse başına kârın hesaplanmasında dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı bulunurken, dönem içinde nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri ve kasa hisse senedi olarak işletmede muhafaza edilmek üzere hissedarlardan geri satın alınan hisse senetleri sayısı dikkate alınır. Ağırlıklı ortalama hesaplamasında dönem başındaki hisse sayısına dönem boyunca ihraç edilen hisse sayısı eklenirken ve dönem başındaki hisse sayısından dönem boyunca geri satın alınan hisse sayısı çıkarılırken, hisselerin mevcut olduğu gün sayısı (veya ay sayısı) dönemdeki toplam gün sayısına (veya ay sayısına) bölünür ve bulunan sayı ile hisse sayısı çarpılır. Örneğin 1 Ocak 2013 itibariyle 4.000.000 dolaşımdaki adi hisse senedine sahip olan işletme; nakit karşılığı 15 Ocak'ta 150.000 ve 1 Mart'ta 300.000 hisse senedi ihraç etmiş, 16 Mart'ta ise 200.000 hisse senedini geri satın almıştır. Üç aylık dönem sonunda dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı, $4.000.000 + 125.000 (150.000 \times [75/90]) + 100.000 (300.000 \times [30/90]) - 33.333 (200.000 \times [15/90]) = 4.191.667$ şeklinde hesaplanır ve elde edilen sonuç adi hisse senedi sahiplerine düşen kâra bölünerek hisse başına kâr bulunur. Aynı işletme 16 Mart'tan sonra yıl sonuna dek sadece 30 Haziran'da nakit karşılığı 500.000 hisse senedi ihraç etmiş olsaydı, 31 Aralık itibariyle dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı $4.000.000 + 143.836 (150.000 \times [350/365]) + 250.685 (300.000 \times [305/365]) - 158.904 (200.000 \times [290/365]) + 252.055 (500.000 \times [184/365]) = 4.487.672$ olarak hesaplanacaktı (Ernst&Young, 2012: 3). İşletme kâr paylarını hisse senedi olarak dağıttığında veya hisseleri böldüğünde ise hisse senetlerinin dönem başında mevcut olduğu kabul edilir ve bu varsayıma göre işlem yapılır. Örneğin 1 Ocak'ta 100.000 dolaşımdaki adi hisse senedine sahip olan işletme 1 Nisan'da nakit karşılığı 80.000 hisse senedi ihraç etmiş, 1 Temmuz'da %10 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtmış, 1 Eylül'de 18.000 hisse senedini geri satın almış ve 31 Aralık'ta her bir hisse senedine iki hisse senedi düşecek şekilde hisseleri bölmüştür. Yıl sonunda adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı; $100.000 + 60.000 (80.000 \times [9/12]) + 16.000 (160.000 \times \%10) - 6.000 (18.000 \times [4/12])$ işlemi ile bulunan

¹⁶ Vergi sonrası tutar dikkate alınır

170.000'in 2 ile çarpılmasıyla 340.000 olarak hesaplanır (Roger CPA Review, t.y.: 3).

Bölücü etkiye sahip potansiyel adi hisse senetlerinin varlığı durumunda birim kârı bulmak için kullanılan sulandırılmış hisse başına kâr, adi hisse senedi sahiplerine düşen kârı ve adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısını bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senetlerinin etkilerine göre düzeltir (Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu [TMSK], 2007: 839-840). Potansiyel adi hisse senetleri; hisse senedine dayanan sermaye bazlı ödeme düzenlemelerine bağlı olarak çıkartılacak hisse senetlerini, dönüştürülebilir öncelikli hisse senetlerini, dönüştürülebilir kredileri, hisse senedi alım hakkı tanıyan opsiyonları ifade eden ve hisse senedi alım hakkı veren finansal araçlardır (GrantThornton, 2012: 28). Sulandırılmış hisse başına kâr; adi hisse senedi sahiplerine düşen kâra bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senetlerinin vergi sonrası etkileri eklenerek bulunan tutarın, adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısına bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı eklenerek bulunan sayıya bölünmesi ile hesaplanır. Bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısı; $T = (\text{Potansiyel adi hisse senetlerinin mevcut olduğu gün sayısı} / \text{Dönem içindeki gün sayısı})$ olmak üzere dönem başındaki bölücü etkisi olan potansiyel adi hisse senedi sayısına dönem içinde ihraç edilen potansiyel adi hisse senedi sayısının T ile çarpılmasıyla elde edilen sayının eklenmesi ve elde edilen sayıdan dönem içinde geçerliliğini kaybeden potansiyel adi hisse senedi sayısının $(1-T)$ ile çarpılmasıyla bulunan sayının çıkarılması ile hesaplanır. Her bir potansiyel adi hisse senedi, hisse senedi başına kârı veya zararı artırıp artırmadığına bakılarak bölücü etkisi olan ve bölücü etkisi olmayan şeklinde sınıflandırılır ve ilgili hesaplamalarda sadece bölücü etkisi olanlar dikkate alınır. İlk aşamada potansiyel adi hisse senetleri yokmuş gibi hisse başına kâr hesaplanır ve elde edilen sonuç sulandırılmış hisse başına kâr ile karşılaştırılır. Örneğin işletme dönemi başında 100.000 adi hisseye dönüştürülebilen %10 faiz oranlı 1.000.000 TL'lik kredi ve 200.000 adi hisse senedine dönüştürülebilen %5 getiri oranlı 1.000.000 TL'lik öncelikli hisse senedi olmak üzere iki borç aracına sahiptir. Adi hisse başına kârın 0,9 TL olduğu ve verginin olmadığı varsayıldığında hisse başına kredi faizi $(1.000.000 \times 0,1)/100.000 = 1$ TL olarak bulunduğu ve hisse başına kârdan yüksek olduğundan, kredinin bölücü etkisi yoktur. Hisse başına öncelikli hisse senedi faizi ise $(1.000.000 \times 0,5)/200.000 = 0,25$ TL olarak bulunduğu ve hisse başına kârdan düşük olduğundan, öncelikli hisse senetlerinin

bölücü etkisi vardır. Bu nedenle sulandırılmış hisse başına kâr hesaplanırken sadece dönüştürülebilir öncelikli hisse senetleri dikkate alınır (denetimnet.net/HBS Uygulama Örneği: 6,7,9).

2.2.1.2. Değer Bazlı Finansal Performans Göstergeleri

‘İşletmenin asıl amacı nedir’ sorusunun cevabı uzun yıllar boyunca kârı maksimize etmek olarak kabul edilmiş ve kârın artırılması başarı göstergesi olarak görülmüştür. Fakat kârı maksimize etme amacı özellikle 1970’lerden itibaren yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Bugünkü anlamıyla gerçek finansal performansı bulma yolculuğu; 1950’lerin sonunda Nobel ödüllü finansal ekonomistler Modigliani ve Miller’in, Markowitz’in Modern Portföy Kuramı’nı tamamlayan ve işletmenin değer kaynağı olarak nakit akışlarını ön plana çıkardıkları ve değer bir ölçüsü olarak Net Bugünkü Değer tekniğini tanımlamaları ile başlamıştır. Daha sonraki yıllarda ise temsilcilik maliyetlerine ilişkin çalışmalar, mevcut yönetim yaklaşımlarının işletme ortakları ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasına neden olduğunu ve yeni finansal performans değerlendirme tekniklerine ihtiyaç duyulduğunu ortaya koymuştur. Bu alanda yapılan çalışmalarla birlikte işletme amacının kârı maksimize etmek yerine değer odaklı yönetim anlayışı çerçevesinde hissedarların servetini/işletme değerini artırmak olması gerektiğine odaklanan ve değer yaratımı, değer ölçümü ve değer yönetimi olmak üzere başlıca üç bileşenden oluşan anlayış yerleşmeye başlamıştır (Ertuğrul, 2009: 20; The Chartered Institute of Management Accountants [CIMA], 2004: 2). Kârı maksimize etme amacına getirilen eleştirilerin temelinde sadece kâra odaklanan, sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini, nakit akışlarını ve tek başlarına değer yaratımını dikkate almayan muhasebe bazlı finansal performans göstergelerinin taşıdığı eksiklikler yatmaktadır (Yede ve Longbo, 2010: 711; Sharma ve Kumar, 2012: 805). Muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri kolaylıkla manipüle edilebilmekte ve paydaşlar arasında özellikle de yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına yol açabilmektedir. İlgili nedenlerden dolayı; bu göstergeler esas alınarak yapılan tercihler, değer aşındırmasına neden olabilecektir (Ertuğrul, 2009: 43). Günümüzde sermaye piyasası faaliyetlerinin her geçen gün yoğunlaşması, finansal piyasaların uluslararası hale gelmesi, sermaye hareketlerinin artması ve yöneticilerin daha rekabetçi iş

ortamlarında karar almak zorunda kalmaları; işletme kaynaklarının etkin kullanılmasının önemini artırmakta, halen yoğun olarak kullanılan ve işletme değerine ilişkin sorulara cevap veremeyen muhasebe bazlı finansal performans göstergelerinin sorgulanmasına neden olmakta ve değerin artırılmasını amaçlayan uygulamaların yaygınlaşmasını sağlamaktadır (Yılıgör, 2005: 226).

İşletmeye yatırım yapan yatırımcılar, bu yatırımlarının karşılığında yaratılan değer olarak da ifade edilen getiri elde etmeyi beklerler. İşletme faaliyetleri sonucunda değer yaratılması, işletme ortaklarının özkaynak değerlerinin artması anlamına gelir. İşletme değerinin artması değer yaratımına bağlıdır ve işletme değeri temelde üç şekilde artırılabilir: büyüme fırsatlarını ortadan kaldırmadan ve işletme riskini artırmadan varlıklardan daha yüksek nakit girişleri elde etmek, varlıkların riskini artırmadan yüksek getirili projeleri tercih etmek ve büyümeden vazgeçmeden sermaye maliyetini azaltmak. İşletme değeri bağlamında işletme faaliyet sonuçlarının, içsel finansal performansın değerlendirilmesi ve işletmeye yatırım yapanların servetlerinin ne kadar arttığının tespit edilebilmesi için bir dönem içinde yaratılan değer gerçeğe uygun bir şekilde ve eksiksiz olarak hesaplanması gerekir. Belirli bir dönemde yaratılan veya gelecekte yaratılması beklenen katma değerlere odaklanan değer bazlı finansal performans göstergelerinin bir kısmı sadece muhasebe verilerini kullanmaktayken bir kısmı da muhasebe verilerinin yanında piyasa verilerinden de yararlanmaktadır (Çelik, 2002: 1; Damodaran, 2002: 1230). Başlıca değer bazlı finansal performans göstergeleri; ekonomik katma değer, piyasa katma değeri, arındırılmış ekonomik katma değer, yatırımın nakit akış kârlılık oranı, nakit katma değer ve hissedar katma değeridir (Bacidore, Boquist, Milbourn ve Thakor, 1997: 12; Yalçın ve diğ., 2012: 353; Kaviani, Biabani ve Azam, 2012: 11).

2.2.1.2.1. Ekonomik Katma Değer (EVA-Economic Value Added)

Finansal performans göstergesi olarak kullanılan ekonomik katma değer (EKD), işletmelerde değere dayalı yönetim anlayışının en önemli uygulama araçlarından biri olarak kabul edilmektedir. Ekonomik katma değer, işletmedeki tüm karar ve faaliyetlerin değer yaratımına odaklanması gerektiğini ifade eden değere dayalı yönetim anlayışı bağlamında bir bütün olarak işletmede ortaya konulan gerçek değeri

belirlemeye yönelik kullanılır (Çelik, 2002: 3). Muhasebe kârlılığı yerine ekonomik kârlılığı ölçen ve işletme hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden insan kaynaklarına, teşvik sistemlerinden kontrol mekanizmalarına dek uzanan alanlarda kullanılan ekonomik katma değer; hemen hemen tüm işletme kararlarına yön verebilmektedir. Joel Stern ve Bennet Stewart'ın kurduğu Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980'lerde geliştirilen ekonomik katma değer yöntemi, 1990'lı yıllardan itibaren bazı yönleriyle eleştirilse de yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Önal ve Karadeniz, 2004: 144-145). Ekonomik katma değer temelde ilk olarak 1890 yılında Alfred Marshall tarafından ifade edilen ekonomik kâr kavramına dayanmaktadır. Marshall'a göre ekonomik kâr diğer bir ifadeyle katma değer, giderler ve yatırılan sermayenin maliyeti düşüldükten sonra kalan gerçek kârdır (Burksaitiene, 2009: 711). Marshall'ın da ifade ettiği gibi ekonomik kâr ile muhasebe kârı arasında önemli farklılıklar bulunur. Ekonomik kâr diğer bir ifadeyle katma değer, gelirleri kullanılan kaynakların alternatif maliyeti ile ilişkilendirip gelirlerden sermayenin maliyeti de dahil tüm maliyetleri düşerken; muhasebe kârı gelirlerin giderleri aşan kısmı olarak tanımlanır. Ekonomik katma değer, ekonomik kârı bulmak için kullanılan artık kâr (residual income) hesabının geliştirilmiş ve düzeltilmiş şekilde ifade edilmesidir. Artık kâr; dönem sonundaki vergi sonrası faaliyet kârından, dönem başında yatırılan sermayenin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) çarpılmasıyla elde edilen tutarın düşülmesi ile bulunur. İlk olarak 1970'lerde ifade edilen artık kâr kavramı muhasebe bazlı finansal performans göstergelerinin bazı eksikliklerini tamamlamasına rağmen yaygın bir şekilde kullanılmamıştır (Otley, 2002: 15; Balachandran ve Mohanram, 2012: 140).

$$\text{Artık Kâr} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM})$$

Ekonomik katma değer esasen artık kârın üstüne inşa edilmiş bir gösterge olmakla beraber hesaplanmasında vergi sonrası faaliyet kârında ve yatırılan sermayede düzeltmeler yapılmasıyla artık kâra göre çok daha doğru sonuçlar verir. Ekonomik katma değer hesaplanmasında kâr ve sermayeye ilişkin yapılan düzeltmelerdeki temel amaç, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre raporlanan muhasebe verilerinin

ekonomik kârı veya gerçek kârı açıklamada yetersiz kalması nedeniyle değer yaratımını doğru bir şekilde ortaya koyamayan muhasebe kârını ekonomik kâra dönüştürebilmek ve ilgili dönemde yaratılan değeri eksiksiz bir açıklamaktır. Bu amaç doğrultusunda yatırılan sermayeyi cari değerine yaklaştırmaya, dönem giderleri olarak kaydedilen yatırımları yatırılan sermayeye eklemeye ve katma değeri nakit akışlarıyla ilişkilendirmeye çalışılır (Burksaitiene, 2009: 711; Shil, 2009: 169; Bhattacharyya ve Phani, 2000: 12). Ekonomik katma değer finansal tablolarda raporlanan muhasebe verilerinde birtakım düzeltmeler gerektirdiğinden şu şekilde ifade edilebilir:

$$\text{EKD} = \text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Düzeltilmiş Y. Sermaye} \times \text{AOSM})$$

Ekonomik katma değer, düzeltilmiş verileri kullanan yatırılan sermayenin kârlılık oranı kullanılarak da ifade edilebilir (De Wet, 2004: 39):

$$\text{YSKO} = \frac{\text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı}}{\text{Düzeltilmiş Yatırılan Sermaye}}$$

$$\text{EKD} = \left(\frac{\text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı}}{\text{Düzeltilmiş Yatırılan Sermaye}} - \text{AOSM} \right) \times \text{Düzeltilmiş Y. Sermaye}$$

$$\text{EKD} = (\text{YSKO} - \text{AOSM}) \times \text{Düzeltilmiş Y. Sermaye}$$

Ekonomik katma değer hesaplanırken ekonomik kârın doğru olarak hesaplanabilmesi için vergi sonrası faaliyet kârıyla ve yatırılan sermayeyle ilişkilendirilen 164 adet düzeltme söz konusudur. Teoride çok sayıda düzeltme işlemi bulunurken, uygulamada genellikle 5 ile 15 arasında düzeltme tavsiye edilmektedir (Hoque ve diğ., 2004: 4; Desai ve Ferri, 2006: 6). En sık kullanılan düzeltmeler aşağıdaki gibidir (Ghanbari, 2012: 25):

- **Araştırma ve Geliştirme Giderleri:** Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine

göre araştırma ve geliştirme giderleri aktifleştirilmez ve faydalı ömürleri üzerinden itfa edilmez, gerçekleştiği anda gider yazılır. Araştırma ve geliştirme giderleri sadece ilgili çalışmaların kullanıma ve satışa hazır hale gelebilmesinin mümkün olması, işletmenin varlığı tamamlama isteğinin bulunması, çalışma sonuçlarının kullanılma ve satılma imkânının bulunması ve araştırma ve geliştirme ile sağlanacak katkının çıktılara ilişkisinin makul biçimde belirlenebilmesi şartları sağlandığında aktifleştirilir. Giderlerin aktifleştirilmemesi araştırma ve geliştirmeye yapılan yatırımların daha az görünmesine neden olmakta ve bu alana yapılan yatırımlar dönem içinde dikkate alınmasına rağmen daha sonraki yıllarda fayda sağlandığından maliyet-fayda ilişkisi dönem bazında bozulmaktadır. Bu nedenlerden dolayı ekonomik katma değer hesaplanırken araştırma ve geliştirme giderleri her zaman aktifleştirilir ve belirlenen faydalı ömür boyunca itfa edilir. Dönem sonunda araştırma ve geliştirme giderleri faaliyet kârına eklenirken, itfa payı faaliyet kârından indirilir ve aktifleştirilen tutar yatırılan sermayeye eklenir (Sevilengül, 2005: 466; Desai ve Ferri, 2006: 6,16,17).

- **Şerefiyeler:** Şerefiye; satın almadan kaynaklanan veya işletme içinde üretilen bir tür maddi olmayan duran varlıktır. Satın alma esnasında ödenen şerefiye, ödenen tutar ve satın alınan varlığın veya işletmenin emsal değeri arasındaki farktır. Şerefiyeler faydalı ömürleri boyunca itfa edilir ve amortisman giderleri dönem gideri olarak raporlanır. Fakat şerefiyenin faydalı ömrü sona erdiğinde kâr artmış görünecek ve artan kâr uzun vadede yanlış kararlar alınmasına neden olabilecektir. Bu duruma ek olarak şerefiyeler teoride sonsuz ömre ve sabit değere sahip olduğundan, ekonomik katma değer hesaplanırken şerefiyeler varlık olarak bilançoda tutulmakla birlikte itfa edilmez. Dönem sonunda döneme isabet eden itfa payı faaliyet kârına, birikmiş amortismanlar ise yatırılan sermayeye eklenir (De Wet, 2004: 72-73; Krishnamurti, 2009: 231; Ghanbari, 2012: 25).
- **Yapılmakta Olan Yatırımlar:** Yapılmakta olan yatırımlar genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre aktifte tutulurken, işletme faaliyetlerinde aktif olarak

kullanılmadığından ekonomik katma değer hesaplamasında aktiflerden çıkarılır diğer bir ifadeyle dönem sonunda yatırılan sermayeden düşülür (Ghanbari, 2012: 25).

- **Faaliyet Kiralamaları:** Faaliyet kiralaması sözleşmelerinde kiralanan varlığın kiracının mülkiyetine geçmediği kabul edilir ve bu nedenle kiralanan varlık bilançoda gösterilmez ve kiralama işlemi sadece gelir tablosunu etkiler. Ekonomik katma değer hesaplanmasında faaliyet kiralaması da finansal kiralama gibi değerlendirilir ve yatırılan sermayenin bir parçası kabul edilirken kiralanan varlık aktifte gösterilir ve amortisman ayrılır. Kira ödemelerinin bugünkü değeri yatırılan sermayeye, kiralamaya ilişkin faiz gideri de faaliyet kârına eklenir (Desai ve Ferri: 2006: 5,16,17; Pinto, Henry, Robinson ve Stowe, 2010: 214).
- **LIFO:** Ekonomik katma değer hesaplanırken FIFO (First in First Out) stok değerlendirme yöntemi kullanılır. FIFO yönteminde ilk giren stoğun ilk çıktığı varsayıldığından, dönem sonunda stoklar en güncel maliyetleriyle raporlanır. İşletmenin dönem sonu stoklarının maliyeti LIFO (Last in First Out) yönteminden FIFO yöntemine geçildiğinde artar. Aradaki fark dönem sonunda yatırılan sermayeye eklenir, daha sonraki dönemlerde farkta artış meydana gelirse artış tutarı da faaliyet kârına eklenir (Bhabatosh, 2008: 478; Hitchner, 2011: 1090).
- **Ertelenmiş Vergiler:** Ertelenmiş vergi, vergi mevzuatı bağlamında vergiye tabi kâr (mali kâr) esas alınarak hesaplanan vergi tutarı ile muhasebe ilkeleri doğrultusunda muhasebe kârı (ticari) esas alınarak hesaplanan vergi tutarı arasındaki farktır (Özkan, 2009: 98; Göğüş, 2010: 1). Ekonomik katma değer hesaplanırken ertelenmiş vergiler yatırılan sermayeye eklenir, daha sonraki dönemlerde ertelenmiş vergi tutarında artış olursa artış tutarı da faaliyet kârına eklenir (Evans, 1999: 11-12).

Ekonomik katma değer hesaplanırken vergi sonrası faaliyet kârında ve yatırılan sermayede yapılan düzeltmeleri bir örnek olayla açıklamak yerinde olacaktır. İşletme X,

hızlı bir şekilde büyüyen, yenilikçi bir teknoloji kuruluşudur. İşletme X yöneticisi dönem sonunda ekonomik katma değer hesaplamadan önce ekonomik kârı ve yaratılan katma değeri doğru tespit edebilmek adına araştırma ve geliştirme giderleri ve faaliyet kiralamalarına ilişkin düzeltmeler yapmaya karar vermiştir. İşletmenin ürün geliştirme süreci 3 yıl sürmekle beraber araştırma ve geliştirme giderlerini aktifleştirecek ve doğrusal amortisman ayırma yöntemine göre amortize edecektir. Araştırma ve geliştirme giderleri 2010'da 6, 2011'de 9 ve 2012'de 15 milyon TL olarak raporlanmıştır. İşletme ayrıca hızlı büyümesine bağlı olarak 2011 yılı başında yeni bir depoyu 10 yıllığına her yıl 2 milyon TL ödemek koşuluyla faaliyet kiralaması sözleşmesiyle kiralamıştır. Düzeltmelerden önceki gelir tablosu ve bilanço aşağıdaki gibidir (Desai ve Ferri, 2006: 7,16,17):

Tablo 2.4. Düzeltmelerden Önceki Gelir Tablosu ve Bilanço

31 Aralık 2012 Tarihli Gelir Tablosu (x1000 TL)		31 Aralık 2012 Tarihli Bilanço (x1000 TL)	
Net Satışlar	100.000	Kasa	10.000
Satışların Maliyeti	(50.000)	Alıcılar	20.000
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(15.000)	Stoklar	10.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(10.000)	Binalar, Tesisler ve Makineler (Brüt)	50.000
Diğer Giderler	(10.000)	Diğer Duran Varlıklar	5.000
Amortisman Giderleri	(5.000)	Toplam Varlıklar	95.000
Faaliyet Kârı	10.000	Satıcılar	15.000
Faiz Giderleri	3.600	Borçlar	40.000
Vergi Öncesi Kâr	6.400	Özkaynaklar	40.000
Vergiler (%34)	2.200	Toplam Kaynaklar	95.000

10 yıl boyunca ödenecek olan 2 milyon TL'lik kira ödemelerinin bugünkü değeri %9 iskonto oranı kullanılarak 12.835 bin TL bulunur. Bu tutar kiralanan varlığın 2012 başındaki aktifleştirilen değeri ve aynı zamanda kira sözleşmesinden doğan borç tutarıdır. 12.835 bin TL'den varlığın yıllık amortisman gideri olan $12.835/10 = 1.284$ bin TL düşüldüğünde elde edilen 11.551 bin TL, varlığın 2012 sonundaki net defter değerini verir. Kiralamaya ilişkin faiz gideri $12.835 \times \%9 = 1.155$ bin TL iken kira borcunun tutarına kalan 844 bin TL ($2.000 - 1.155$), kira borcundan düşülerek dönem sonundaki kira borcu 11.990 bin TL ($12.835 - 844$) olarak hesaplanır. 11.990 bin TL olan kira borcundan 11.551 bin TL çıkarılmasıyla ortaya çıkan 439 bin TL'lik fark özkaynaklardan düşülür. Bu fark aynı zamanda 1.284 bin TL tutarındaki amortisman gideri ile 1.155 bin TL tutarındaki faiz gideri toplamı ile 2.000 bin TL tutarındaki kira gideri arasındaki farktır. 2010, 2011 ve 2012 yıllarında araştırma ve geliştirme giderlerinin aktifleştirilen değerleri ve itfa payları ise aşağıdaki gibidir:

Tablo 2.5. Yıllara Ait Araştırma ve Geliştirme Giderlerinin Aktifleştirilen Değerleri ve İtfa Payları

Aktifleştirme (x1000)	2010	2011	2012
Dönem Başı Aktifleştirilen (a)	0	4.000	8.000
Dönem Araştırma ve Geliştirme Giderleri (b)	6.000	9.000	15.000
2002 İtfa Payı	2.000	2.000	2.000
2003 İtfa Payı	-	3.000	3.000
2004 İtfa Payı	-	-	5.000
Toplam İtfa Payı (c)	2.000	5.000	10.000
Yıl Sonu Aktifleştirilen (a + b – c)	4.000	8.000	13.000

Düzeltilmelerden sonraki gelir tablosu şu şekildedir:

Tablo 2.6. Düzeltilmelerden Sonraki Gelir Tablosu

31 Aralık 2012 Tarihli Düzeltilmiş Gelir Tablosu (x1000 TL)		Açıklamalar
Net Satışlar	100.000	
Satışların Maliyeti	50.000	
Araştırma ve Geliştirme Giderlerine Ait Amortisman Gideri	10.000	Aktifleştirilen araştırma ve geliştirme giderlerine ait toplam itfa payı 10.000 eklendi
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	10.000	
Diğer Giderler	8.000	Faaliyet kiralamasına ilişkin 2.000 kira gideri çıkarıldı
Amortisman Giderleri	6.284	Kiralanın varlığın dönem amortisman gideri 1.284 eklendi
Faaliyet Kârı	15.716	
Faiz Giderleri	4.755	Kiralamaya ilişkin 1.155 faiz gideri eklendi
Vergi Öncesi Kâr	10.961	
Vergiler (%34)	3.727	
Net Kâr	7.234	

Düzeltilmelerden sonraki bilanço ise şu şekildedir:

Tablo 2.7. Düzeltilmelerden Sonraki Bilanço

31 Aralık 2012 Tarihli Düzeltilmiş Bilanço (x1000 TL)		Açıklamalar
Kasa	10.000	
Alıcılar	20.000	
Stoklar	10.000	
Binalar, Tesisler ve Makineler	50.000	
Depo	11.551	Kiralandan varlığın net bugünkü defter değeri eklendi
Aktifleştirilen Araştırma ve Geliştirme Giderleri	13.000	
Diğer Duran Varlıklar	5.000	
Toplam Varlıklar	119.551	
Satıcılar	15.000	
Depo Faaliyet Kiralama Sözleşmesinden Doğan Borç	11.990	Dönem sonundaki kira borcu eklendi
Diğer Borçlar	40.000	
Özkaynaklar	52.561	Aktifleştirilen araştırma ve geliştirme giderleri toplamı 13.000 eklendi ve kira borcu ile kiralandan varlığın net defter değeri arasındaki fark, 439, çıkarıldı
Toplam Kaynaklar	119.551	

Düzeltilmelerden önceki faaliyet kârı 10.000 bin TL ve vergi sonrası faaliyet kârı $10.000 \times (1 - \%34) = 6.600$ bin TL iken, düzeltilmelerden sonra faaliyet kârı 15.716 bin TL ve vergi sonrası faaliyet kârı $15.716 \times (1 - \%34) = 10.058$ bin TL olarak hesaplanır. Yatırılan sermaye ise (Faiz Yüğü Taşıyan Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar + Özkaynaklar) şeklinde hesaplandığından, faiz yükü taşımayan kısa vadeli borç niteliğindeki satıcılar kalemi dikkate alınmaz ve $11.990 + 40.000 + 52.561 = 104.551$ bin TL olarak bulunur. Fakat ekonomik katma değer [düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet kârı – (düzeltilmiş yatırılan sermaye x AOSM)] eşitliğiyle hesaplanmakla beraber dönem sonu düzeltilmiş faaliyet kârı ve dönem başı düzeltilmiş yatırılan sermaye hesaba katıldığından dolayı 2012 sonunda (2013 dönem başı) hesaplanan yatırılan sermaye 2013 yılına ait faaliyet kârı ile birlikte değerlendirilirken, 2012 sonunda hesaplanan faaliyet kârı ise 2011 sonunda (2012 dönem başı) yatırılan sermaye ile değerlendirilir (Erasmus, 2008: 69; Göğüş, 2011: 13).

Ekonomik katma değerın hesaplanmasında dikkate alınması gereken bir başka unsur da işletmenin sermaye maliyetidir. Her kaynağın olduğu gibi üretim faktörlerinden biri olarak kabul edilen sermayenin de bir maliyeti vardır. Sermaye maliyeti yatırımlarda kullanılan kaynakların ağırlıklı ortalaması olarak ifade edilir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), işletmeye kaynak sağlayan yatırımcıların yatırımları karşılığında işletmeden bekledikleri minimum getiri oranlarının ağırlıklı ifadesidir. Yatırımcıların bekledikleri minimum getiri oranı, aynı risk sınıfındaki alternatif yatırımlardan elde edilebilecek getiri oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Bu bağlamda AOSM başka bir ifadeyle de yatırılan sermayenin fırsat maliyetidir (Brealey ve diğ., 2007: 297; Esmazelzadeh, Ahmadifard ve Boustani, 2012: 2765). Sermaye maliyeti bir marjinal maliyet kavramıdır. Bu nedenle AOSM hesaplanırken mevcut kaynakların maliyeti yerine, bu kaynakların maliyet belirlendiği anda sağlanmaları durumunda taşıdıkları maliyetleri dikkate alınır. Marjinal sermaye maliyeti, maliyeti olan tüm finansal yapı bileşenleri kullanılarak elde edilir. Finans teorisinde sermaye maliyeti, uzun yıllar boyunca sadece sermaye yapısını oluşturan uzun vadeli borçların ve özkaynakların maliyetleri esas alınarak hesaplanmıştır. Ancak 1970’li yılların başında bu anlayış terk edilmiş ve çağdaş yaklaşım diyebileceğimiz, sermaye maliyetinin belirlenmesinde maliyeti olmayan kaynaklar dışında kalan tüm kaynakların maliyetlerini hesaplamaya dahil eden anlayış yerleşmiştir. Ayrıca sermaye maliyetinin

hesaplanmasında vergiden önceki maliyet yerine sıklıkla vergi sonrası ve net maliyet bulunur (Göker, 1996: 192,193,195). AOSM, maliyeti olan finansal yapı bileşenlerinin tutar bazında yüzdesel ağırlıklarının maliyetleri ile çarpılması ve elde edilen oranların toplanması ile bulunur. AOSM hesaplanırken kaynakların maliyeti borcun bileşenleri banka kredileri ve tahviller, öncelikli hisse senetleri ve özkaynaklar olmak üzere dört başlık altında incelenebilir.

- **Banka Kredilerinin Maliyeti:** Kısa veya uzun vadeli borç niteliğindeki banka kredileri genellikle düz/normal krediler ve özel/koşullu krediler olarak ikiye ayrılır. Düz krediler işletmelerin bankalardan sağladıkları ve geri ödenmesine ilişkin özel koşullar taşımayan standart kredilerdir. Bu kredilerin maliyeti [vergi öncesi maliyet x (1 - vergi oranı)] şeklinde hesaplanır. Örneğin işletmenin bankadan sağladığı %50 faizli, 1 yıl vadeli 800 TL kredinin maliyeti %50'dir fakat bu maliyet vergiden önceki maliyettir. Eğer işletmenin vergi oranı $t = \%30$ ise kredinin vergi sonrası maliyeti $\%50 \times (1 - \%30) = \%35$ 'tir ve bu maliyet AOSM hesaplanırken dikkate alınacak net maliyettir. İşletmelerin bankalardan aldıkları krediler çoğunlukla birtakım koşullar içermekte olup bu koşullar kredilerin maliyetlerini doğrudan etkiler. Örneğin işletmenin bankadan sağladığı %48 faizli, 1 yıl vadeli 1.000 TL kredinin %20'si banka tarafından zorunlu mevduat olarak tutulmuştur. Bu kredinin nominal faiz oranı %48 olmasına rağmen işletme gerçekte net 800 TL (1.000 – 200) kredi karşılığında 480 TL faiz ödeyeceğinden vergi öncesi maliyet $480/800 = \%60$ 'tır. Fakat sermaye maliyetinin hesaplamak için vergi sonrası maliyet bulunmalıdır. Vergi oranının %40 olduğunu varsayarsak işletmenin aldığı 800 TL kredi karşılığında ödeyeceği 480 TL'nin 192 TL'lik ($480 \times \%40$) kısmı vergi tasarrufu (faiz ödemelerinin sağladığı vergi avantajı) olarak işletmede kalacaktır. Bu nedenle işletmenin ödeyeceği net faiz tutarı $480 - 192 = 288$ TL olacaktır. İşletmenin ödeyeceği net faiz tutarını, işletmenin net olarak aldığı kredi tutarına oranladığımızda ($288/800$) elde edeceğimiz %36 oranı aynı zamanda kredinin vergi sonrası maliyetidir. Aynı oran [vergi öncesi maliyet x (1 - vergi oranı)] = $[\%60 \times (1 - \%40)] = \%36$ şeklinde de hesaplanabilir. Herhangi bir kaynağın maliyeti; o kaynağa ilişkin nakit girişlerinin bugünkü değerini, vergi sonrası nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranı olarak da ifade

edilebildiğinden 1 yıldan fazla vadeye sahip kredilerin maliyetinin iç verim oranı bulmak suretiyle hesaplanması işlemleri basitleştirir (Göker, 1996: 197-201).

r: banka kredisinin vergi sonrası maliyeti

I: 0 zamanındaki net nakit girişi

C: net nakit çıkışları

x: vade

$$I = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_x}{(1+r)^x}$$

Örneğin işletmenin sağladığı %48 faizli, 5 yıl vadeli 1.000 TL kredinin %20'si banka blokajı olarak tutulmuştur ve yıllık faiz ödemeleri yıl başlarında kesilecek ve anapara ödemesi vade sonunda yapılacaktır. İşletmenin eline 200 TL blokaj ve 480 TL düşüldükten sonra 320 TL kalır. Ancak işletme o anda 480 TL faiz ödemesi de yaptığından, vergi oranı %40 kabul edildiğinde, faiz ödemesi üzerinden $480 \times \%40 = 192$ TL vergi tasarrufu sağlamaktadır. 0 zaman noktasında işletmenin eline geçen net nakit girişi $320 + 192 = 512$ TL'dir. Bununla birlikte işletme daha sonraki yılların başında 288 TL net faiz ödemesi ve 5. Yılın sonunda da 800 TL anapara ödemesi yapacaktır.

$$512 = \frac{288}{(1+r)^1} + \frac{288}{(1+r)^2} + \frac{288}{(1+r)^3} + \frac{288}{(1+r)^4} + \frac{800}{(1+r)^5}$$

Denklemin çözülmesi ile %56,25 olarak bulunan iskonto oranı r, kredinin vergi sonrası maliyetidir (Göker, 1996: 201-202).

- **Tahvillerin Maliyeti:** İşletmeler tahvil ihraç etmek yoluyla da borçlanabilmektedir. Tahviller vadesi olan veya olmayan ve dönemsel sabit faiz yükü getiren bir tür menkul kıymettir (Kocaman, 2004: 88). Tahvillerin vergi sonrası maliyetleri hesaplanırken nominal değerden satılıp satılmadığı dikkate alınır. Nominal değerden satılan tahvillerin vergi öncesi maliyeti kupon oranıdır. Vergi sonrası maliyet ise [vergi öncesi maliyet x (1 - vergi oranı)] şeklinde

hesaplanır. Nominal değerden farklı bir değerde satılan tahvillerin maliyeti, tahvillere ilişkin nakit akışlarının iç verim oranına eşittir (Göker, 1996: 216-217).

r: tahvilin vergi sonrası maliyeti

I: 0 zamanındaki net nakit girişi

C: net nakit çıkışları (vergi tasarrufu dikkate alınmış kupon ödemeleri)

N: tahvilin nominal değeri

x: vade

$$I = \frac{C1}{(1+r)^1} + \frac{C2}{(1+r)^2} + \frac{C3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Cx + N}{(1+r)^x}$$

Örneğin nominal değeri 1.000 TL, vadesi 10 yıl ve kupon oranı %16 olan bir tahvil 860 TL'ye satılmıştır. %40 vergi oranı kullanan işletme tahvil satışından 140 TL zarara uğradığından, zarar nedeniyle $140 \times \%40 = 56$ TL vergi tasarrufu sağlamaktadır. İşletme ayrıca her yıl sonunda $160 \times (1 - \%40) = 96$ TL net faiz ödemesi ve vade sonunda 1.000 TL anapara ödemesi yapacaktır.

$$916 = \frac{96}{(1+r)^1} + \frac{96}{(1+r)^2} + \frac{96}{(1+r)^3} + \frac{96}{(1+r)^4} + \dots + \frac{1096}{(1+r)^{10}}$$

Denklemin çözülmesi ile %11,02 olarak bulunan iskonto oranı r, tahvilin vergi sonrası maliyetidir (Göker, 1996: 217-218).

- **Öncelikli Hisse Senetlerinin Maliyeti:** Öncelikli hisse senetleri taşıdığı özellikler açısından tahviller ve adi hisse senetleri arasında yer alan karma bir menkul kıymet çeşididir. Dönemsel sabit ödeme gerektirmesi ve işletmenin iflası halinde adi hisse senedi sahiplerine göre işletme varlığı üzerinde öncelikli hak sağlaması açısından tahvile benzeyen öncelikli hisse senetleri, işletme kâr dağıtmadıkça kâr payı niteliğinde ödeme sağlayamaması ve vadesi olmaması noktalarında ise adi hisse senetleriyle kesişir. Öncelikli hisse senedinin maliyeti, ödeneceği belirlenmiş dönemsel kâr payı tutarının satış fiyatına bölünmesi ile bulunur. Buradan elde edilen oran, her türlü kâr payı ödemesi vergiden sonraki

net kârdan dağıtılması nedeniyle işletmelerin bu ödemeler üzerinden vergi tasarrufu sağlamaları mümkün olmadığından, vergi sonrası maliyeti ifade eder (Akgüç, 1998: 447-448).

- **Özkaynak Maliyeti:** Özkaynak maliyeti geleneksel yaklaşım ve Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM-Capital Asset Pricing Model) yardımıyla birbirinden çok farklı iki yöntem yardımıyla bulunur. Geleneksel yaklaşım, hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan Gordon Modelinden yararlanır. Bu yaklaşıma göre özkaynaklar dağıtılmayan kârlar ve adi hisse senetleri olmak üzere iki alt bileşene ayrılarak maliyet hesaplanır. Kâr payı olarak dağıtılmayıp işletmede tutulan dağıtılmayan kârlardan sağlanacak getiri, kârın kâr payı olarak dağıtılması durumunda yatırımların elde edeceği minimum getiriye eşit olmalıdır. Dağıtılmayan kârların maliyeti esasında adi hisse senedi sahiplerinin elde ettikleri getirinin fırsat maliyetidir. Dağıtılmayan kârların maliyeti kâr paylarının sabit bir oranda büyüyeceği varsayımıyla aşağıdaki gibi hesaplanır (Akgüç, 1998: 454):

r: dağıtılmayan kârların maliyeti

D1: 0 zamanından bir dönem sonra ödenecek kâr payı (beklenen kâr payı)

g: kâr payı büyüme oranı (sabit)

Po: hisse senedinin piyasa değeri

$$r = \frac{D1}{P_0} + g$$

Yeni çıkarılan adi hisse senetlerinin maliyetini dağıtılmayan kârların maliyetinden ayıran tek unsur çıkarım giderleridir. İşletme çıkarım giderleri üzerinden vergi tasarrufu sağlayacağından, bu durumun maliyet hesabında dikkate alınması gerekir. Yeni çıkarılan adi hisse senetlerinin maliyeti kâr paylarının sabit bir oranda büyüyeceği varsayımıyla şu şekilde hesaplanır (Göker, 1996: 234):

r: yeni çıkarılan adi hisse senetlerinin maliyeti

D1: 0 zamanından bir dönem sonra ödenecek kâr payı (beklenen kâr payı)

g: kâr payı büyüme oranı (sabit)

Po: hisse senedinin piyasa değeri

F: çıkartım gideri

t: vergi oranı

$$r = \frac{D1}{P_o - F \times (1 - t)} + g$$

Özkaynak maliyetinin hesaplanmasında kullanılan diğer bir yöntem de risk ile getiri arasındaki ilişkiyi açıklayan Finansal Varlıkları Değerleme Modelidir. Bu modele göre özkaynak maliyeti, piyasa risk priminin işletmenin riskini ifade beta ile çarpılmasıyla elde edilen işletmenin risk primine hazine bonosu faiz oranının eklenmesi ile bulunur (Soltes ve Soltes, 2002: 47):

r: özkaynak maliyeti

rm: beklenen piyasa getirisi

rf: risksiz faiz oranı

β : işletmenin sistematik riski

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Yatırılan sermayenin maliyetini aşan kazancı ifade eden ekonomik katma değer bağlamında, faaliyetlerden elde edilen kâr özkaynakların ve borçların maliyetini aştığı sürece değer yaratımından söz edilebilir. Ekonomik katma değer; değer yaratımı noktasında, iskonto oranı olarak sermaye maliyetini kullanan ve nakit girişlerinin bugünkü değeri nakit çıkışlarının bugünkü değerini aştığı sürece değer yaratıldığını açıklayan Net Bugünkü Değer yöntemi ile aynı mantık üzerine inşa edilmiştir.

İşletmenin tek bir dönemde yarattığı değeri ortaya koyan ekonomik katma değeri, proje değerlendirme tekniği olarak kullanılan ve gelecekteki nakit akışlarını da dikkate alan Net Bugünkü Değer yönteminden ayıran temel nokta gelecekle ilgili bilgi sağlamamasıdır. Özellikle mevcut dönemde yüksek tutarlı yatırımlar yapan ve gelecek dönemlerde yoğun nakit girişleri bekleyen işletmelerin bu yöntemi kullanması, yanıltıcı sonuç ve yorumlara neden olabilir. Ekonomik katma değer piyasadaki fiyat hareketlerinden bağımsız olarak işletmenin kendi iç dinamikleriyle yarattığı katma değeri/gerçek değeri açıkladığından; yatırımcıların davranışlarından, makroekonomik ortamdan, piyasa yapısından ve spekülatif hareketlerden etkilenen işletmenin piyasa değerindeki artış veya azalışı da tam olarak açıklayamaz (Bhattacharyya ve Phani, 2000: 4; Desai ve Ferri, 2006: 3; Petrescu, 2009: 571; Shil, 2009: 174). Ayrıca bu değerın hesaplanmasında hisseleri borsada işlem görmeyen işletmeler için ek varsayımlar yapılmak zorunda kalınması, ekonomik katma değerin kullanım alanını sınırlayıcı etkiye sahiptir. Finansal açıdan bakıldığında tek başına yöneticilerin ve işletmeye sermaye sağlayan kreditorlerin ve hissedarların gelecek dönemlerde değer yaratılmasına yönelik beklentilerini yansıtmaktan uzak kalan belirli bir döneme ait ekonomik katma değer; sadece borç maliyetini dikkate alan, ağırlıkla varlıklara odaklanan, ne kadar değer yaratıldığını açıklayamayan ve muhasebe kârına yoğunlaşan muhasebe bazlı finansal performans göstergelerine, hem borç hem de özkaynak maliyetini dikkate almasıyla, ne kadar değer yaratıldığını açıklamayıyla, düzeltilmiş yatırılan sermayeye ve ekonomik kâra odaklanmasıyla üstünlük sağlar (Alp, Demirgüneş, Ban ve Öztürk, 2009: 60; Friedl ve Kettenring, 2009: 6; Hasani ve Fathi, 2012: 407). Ekonomik katma değer, finansal performans göstergesi olarak işletmenin stratejik birimlerinde katma değerin yaratılıp yaratılmadığının kontrolünde ve ilgili bilgilerin paralelinde işletme birimlerinde alınacak önlemlerin hayata geçirilmesinde hayati öneme sahiptir (Clarke, 2002: 400). Ekonomik katma değer uygulaması özellikle kurumsal bir felsefe şeklinde kullanıldığı takdirde işletmenin verimliliğini artırma potansiyeline sahiptir. Verimliliğin katma değer yaratımına bağlı olarak ifade edildiği bir organizasyonda, yöneticilerin ve çalışanların optimal verimliliği yakalamaya yönelik başarılı çalışmaları uzun vadede işletmenin değerini artırır (Bhattacharyya ve Phani, 2000: 16).

Değer yaratamayan işletmelerin faaliyetlerini uzun süre sürdüremeyeceği gerçeğinden ve değer yaratımının yeni standart haline gelmeye başladığı günümüz

ekonomi dünyasından hareketle işletme, faaliyetlerin ne derece verimli yürütüldüğünü gösteren ekonomik katma değeri çeşitli yollarla artırabilmektedir. Yeni sermaye yatırılmadan vergi sonrası faaliyet kârının artırılması, sermaye maliyetinden daha düşük getiri oranları sağlayan yatırımların yapılmaması ve yüksek getiriye sahip yatırımlara sermaye bağlanması, çalışma sermayesi yönetimi çerçevesinde alacakların, borçların ve stokların etkin yönetimi ekonomik katma değeri artırır. Ekonomik katma değer ayrıca belirli vergi sonrası faaliyet kârı ve yatırılan sermaye için AOSM'nin minimize edilmesiyle de artırılabilir (Ghanbari, 2012: 11). İşletmenin sermaye maliyetinin minimum, piyasa değerinin ise maksimum olmasını sağlayan borç ve özkaynak bileşimi olarak tanımlanabilecek optimal sermaye yapısına ilişkin üzerinde görüş birliğine varılmış bir yaklaşım bulunmamakla beraber sermaye yapısı ve sermaye maliyeti ile ilgili farklı teoriler bulunmaktadır (Sayılğan ve Doğan, 2005: 28).

İşletmelerin optimal sermaye yapısına ilişkin modern teorileri Modigliani-Miller teorisi, temsil maliyetleri teorisi (agency cost theory), finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory), dengeleme teorisi (trade-off theory) ve piyasa zamanlama teorisi (market timing theory) başlıkları altında sınıflandırmak mümkündür (Iqbal, Muneer, Jahanzeb ve Rehman, 2012: 553). Modern finansın kurucuları kabul edilen Modigliani ve Miller 1958 yılında yayımladıkları çalışmalarında sermaye piyasalarının tam rekabet koşulları taşıdığı, vergilerin ve iflas maliyetlerinin olmadığı, işletmelerin risklerine göre gruplandırıldığı ve yatırımcıların nakit akışlarını esas alarak rasyonel yatırımları tercih ettiği varsayımlarının geçerli olduğu etkin bir piyasada sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve işletmenin piyasa değerinin gelecekte sağlanması beklenen nakit akışlarının risk sınıfına göre belirlenen iskonto oranı kullanılarak bulunan bugünkü değerine eşit olduğunu öne sürmüşlerdir. Yine Modigliani ve Miller'a (1958) göre borçlanma düzeyi arttıkça özkaynakların maliyeti de arttığından borç/özkaynak oranı artırılarak sermaye maliyeti düşürülemez ve yapılan yatırımın getiri oranı finanse edildiği kaynaklardan tamamen bağımsızdır. Modigliani ve Miller daha sonra 1963'te yayımladıkları düzeltme makalelerinde vergilerin varlığını ve borçlanma maliyetlerinin sağladığı vergi tasarrufunun piyasa değerini artırabileceğini kabul etmişlerdir. Fakat daha sonraki yıllarda bu görüşler önemli eleştiriler almıştır. Getirilen eleştiriler iflas halinde işletme varlıklarının gerçek değerlerinin altındaki tutarlarda nakde çevrilme olasılığının bulunduğu, sermaye piyasalarının etkin olmaması

nedeniyle maliyetlerinin işletme büyüklüğüne göre değişebildiği ve işlem maliyetlerinin arbitraj olanağını sınırladığı üzerinedir (Akgüç, 1998: 498-499). Modigliani-Miller teorisine getirilen eleştiriler daha sonraki yıllarda yeni teorilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu teorilerden ilki olan Jensen ve Meckling'in (1976) ortaya sürdükleri temsil maliyetleri teorisine göre işletmeler yatırım kararları alırken paydaşların çıkar çatışmalarıyla ortaya çıkan temsil maliyetlerini dikkate alırlar ve temsil maliyetlerine göre alınan kararlar sermaye yapısını ve sermaye maliyetini doğrudan etkiler. Myers'in 1984'te kendi yayımladığı ve yine aynı yıl Majluf ile beraber ortaya koyduğu makalelerde bahsedilen finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler, yöneticiler ve diğer çıkar sahipleri arasındaki bilgi asimetrisini en aza indirmek amacıyla finansal hiyerarşi adı verilen stratejiyi ortaya koyarlar. İşletmeler finansal hiyerarşi bağlamında yatırımları ilk önce iç kaynaklarla, daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son hisse senedi ihraç ederek finanse eder. Dengeleme teorisine ilişkin Myers'in (1984) görüşü ise optimal sermaye yapısının mevcut olduğunu ve işletmelerin kazançlarını ve maliyetlerini dengeleme amacıyla vergileri, temsil maliyetlerini ve iflas maliyetlerini de dikkate alarak sermaye maliyetini minimize edecek sermaye yapısına ulaşmaya çalıştıklarını ileri sürer. Sermaye yapısına ilişkin en güncel teori 2002'de Baker ve Wurgler'in açıkladığı piyasa zamanlama teorisidir. Bu teoriye göre işletmeler hisse senetlerinin fiyatı gerçek değerlerini aştığında yeni hisse senedi ihraç eder, fiyatlar gerçek değer altına düştüğünde ise bir kısım hisse senedini kasa hisse senedi olarak geri satın alır. Teori, işletmenin sermaye maliyetinin geçmişteki ihraç tercihlerinin ortak sonucu olduğunu ve piyasa zamanlama etkisinin düzenli ve sürekli gerçekleştiğini savunur. Modern teorilerin dışında kalan ve klasik görüş olarak kabul edilen geleneksel yaklaşıma göre de ulaşılabilecek bir optimal sermaye yapısı vardır ve işletmenin borçlarının artışı belirli bir noktaya dek sermaye maliyetini azaltıcı etkiye sahiptir fakat sermaye maliyetinin minimum olduğu bu noktadan sonra hem yabancı kaynak hem de özkaynak maliyetinin yükselmesi ile sermaye maliyeti de artmaya başlar (Akgüç, 1998, 491). Modigliani ve Miller'in yayımladıkları ilk çalışmalarının üstünden geçen yaklaşık 55 yılın ardından piyasaların tam etkinlikle çalışmadığı ve vergilerin, temsil maliyetlerinin, iflas risklerinin ve bilgi asimetrisinin sermaye maliyetini etkilediği finans çevrelerince büyük ölçüde kabul edilmesine rağmen optimal sermaye yapısının olup olmadığı ve teorilerin zayıf ve güçlü yönleri halen tartışılmaya devam

edilmektedir. Bu nedenlerden dolayı optimal sermaye yapısı zaman içinde işletmeden işletmeye değişebilen dinamik bir yapı olarak algılanmalı ve iç ve dış dinamiklere göre sermaye maliyetini minimum noktaya ulaştıracak kaynak bileşimleri oluşturulmaya çalışılmalıdır (Sayılğan ve Doğan, 2005: 28-29).

2.2.1.2.2. Piyasa Katma Değeri (MVA-Market Value Added)

Belirli bir dönemde yaratılan katma değeri açıklayan ekonomik katma değer, gelecek yıllarda finansal performansa ilişkin beklentileri karşılamaktan uzaktır. Piyasa katma değeri (PKD) değer maksimizasyonu boyutunda işletmenin bugün yarattığı ve gelecekte yaratması beklenen değeri en iyi şekilde ortaya koyan finansal performans göstergesi olarak kabul edilmektedir (Alp ve diğ., 2005: 60). Piyasa katma değeri işletmenin piyasa değeri ile düzeltilmiş yatırılan sermayesi arasındaki farktır (sternstewart.com/MVA).

$$\text{PKD} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Düzeltilmiş Yatırılan Sermaye}$$

Buna göre işletmenin piyasa değerini artırması değer yarattığı anlamına gelmez. İşletmenin değer yaratabilmesi için piyasa değerinin düzeltilmiş yatırılan sermayesini aşması gerekir. İşletmenin piyasa değeri¹⁷ borçların ve özkaynakların piyasa değeri toplamından oluştuğundan piyasa katma değeri şu şekilde de ifade edilebilir (sternstewart.com/MVA):

$$\text{PKD} = (\text{Borçların ve Özkaynakların Piyasa Değeri}) - \text{Düzeltilmiş Y. Sermaye}$$

Borçların piyasa değerinin hesaplanması özkaynakların piyasa değerinin hesaplanması kadar kolay ve olanaklı değildir. Tahvil ve finansman bonoları gibi borçların piyasa değerlerinin bulunabilmesi için ilgili borçların piyasada işlem görmesi

¹⁷ İşletmelerin piyasa değerini sadece özkaynakların piyasa değeri ile ifade eden yaklaşımla da yaygın olarak karşılaşılmaktadır

gerekmektedir fakat gelişmiş ülkelerde bile tüm borçların değerini hesaplamak için gerekli veri setleri mevcut değildir. Bu nedenle borçların piyasa değerinin elde edilemediği durumlarda borçların defter değerleri kullanılabilir (Ertuğrul, 2009: 31). Hisseleri borsada işlem gören işletmelerde özkaynakların piyasa değeri (ÖPD) bulunurken işletmenin halka açık piyasa değeri (market capitalization) hesaplanır. Halka açık piyasa değeri, kasa hisse senetleriyle birlikte çıkarılan hisse senetlerini oluşturan dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile her bir hisse senedinin piyasa mekanizması ve yatırımcıların algıları sonucu oluşan fiyatının çarpılması ile hesaplanır (Wibowo ve Berasategui, 2008: 63).

$$\text{ÖPD} = \text{Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Hisse Senedi Fiyatı}$$

Piyasa katma değeri aynı zamanda gelecekte beklenen ekonomik katma değerlerin bugünkü değerine eşittir (sternstewart.com/MVA).

$$\text{PKD} = \text{Gelecekte Beklenen Ekonomik Katma Değerlerin Bugünkü Değeri}$$

Piyasa katma değerinin işletmenin piyasa değerinin düzeltilmiş yatırılan sermayeyi aşması durumunda pozitif olması; işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin üzerinde getiri elde edeceklerine inanan yatırımcıların işletme değerine, düzeltilmiş yatırılan sermayeden daha yüksek değer atfettiklerini gösterir. Piyasa katma değerinin negatif olması durumunda, işletmenin bekledikleri getiri oranını sağlayamayacağını düşünen yatırımcıların olumsuz beklentileri işletmenin piyasa değerinin düzeltilmiş yatırılan sermayeden düşük kalmasına neden olmaktadır (Alp ve diğ., 2009: 61). Piyasa katma değerinin piyasa değerine bağlı olması bazı sonuçlara neden olur. Halka açık olmayan başka bir ifadeyle hisseleri borsada işlem görmeyen işletmelerin piyasa değerleri tam olarak belirlenmediğinden, piyasa katma değerinin bu işletmelerde kullanımı sınırlıdır. Piyasa katma değeri hisse senedi fiyatlarına bağlı olduğundan içsel performans göstergesi olarak kullanılmaz. Bu nedenle Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi içsel gösterge olarak ekonomik katma değeri,

dışsal gösterge olarak da piyasa katma değerini eş zamanlı ortaya koymuştur. Yine piyasa katma değeri piyasa değerine bağlı olarak hesaplandığından ve alt düzeylere ilişkin ayrı ayrı piyasa verisi elde edilemediğinden bu düzeylerde performans yönetimi ve motivasyon aracı olarak kullanılamaz (Ertuğrul, 2009: 32-33).

İşletme, piyasa katma değerini artırmak için belirli bir tutardaki yatırılan sermaye ile daha yüksek piyasa değerine ulaşmak zorunda olduğundan temelde sabit bir yatırılan sermaye karşılığında hisse senedi fiyatının artması paralelinde halka açık piyasa değerinin artması, piyasa katma değerinin de artması anlamına gelir. Fakat işletmenin hisse senedi fiyatının artması tamamen kendi performansına ve iç dinamiklerine bağlı değildir. Hisse senedi fiyatları hem iç hem de dış dinamiklerden yoğun olarak etkilenir. Hisse senedinin fiyatını belirleyen en önemli faktör arz ve talep dengesidir. Devlet politikaları ve düzenlemeleri, ekonominin genel seyri, işletmenin ve bulunduğu sektörün performansı ve işletmeden gelecekte beklenen finansal performans hisse senedi yatırımcılarının birincil ve ikincil piyasalardaki davranışlarını etkiler (Oseni, 2009: 2-3). Literatürde hisse senetlerinin fiyatını belirleyen birçok çalışma olmakla beraber son yıllarda bu alanda yapılan çalışmalar daha çok işletmelerin iç dinamikleri ile hisse senedi fiyatları ilişkisine yoğunlaşmıştır. Mondal ve Imran'ın (2011) Dakka Borsası'na ilişkin yaptıkları çalışmada hisse senedi fiyatı ile hisse başına kâr arasında anlamlı pozitif ilişkiye ulaşılmıştır. Uwuigbe, Olusegun ve Godswill (2012) Nijerya Borsası'na kayıtlı 30 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında aktif kârlılık oranının ve kâr payı dağıtım oranının hisse senedi fiyatlarına pozitif, kaldıraç oranının ise negatif katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Gill, Biger ve Mathur (2012) 2009-2011 döneminde New York Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 333 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında ise hisse senedinin defter değerinin, hisse başına kârın ve yatırımcıların işletmeden beklentilerinin bir göstergesi olan fiyat/kazanç oranının¹⁸; hisse senedi fiyatını pozitif olarak etkilediğini bulmuşlardır. Malik, Qureshi ve Azeem (2012) Karaçi Borsası'nda işlem gören 52 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında hisse senedinin defter değerinin ve hisse başına kârın hisse senedi fiyatlarındaki değişimi güçlü bir şekilde açıkladığı modeller kurmuş ve hisse senedi fiyatının her iki değişkendeki artışa paralel olarak arttığını ortaya koymuşlardır. Nirmala, Sanju ve Ramachandran (2011) ise 2000-2009 yıllarını arasında Hindistan Borsası'ndaki 37

¹⁸ Hisse senedi fiyatı/Hisse başına kâr şeklinde hesaplanır

işletmeyi konu aldıkları çalışmalarında kâr paylarının, aktif kârlılık oranının, fiyat/kazanç oranının ve kaldıraç oranının hisse senedi fiyatını belirleyen başlıca açıklayıcı değişkenler olduğunu ve kaldıraç oranı dışındaki değişkenlerin hisse senedi fiyatına pozitif katkı sağladığını göstermişlerdir. Konu ile ilgili yapılan çalışmalar bağlamında işletmelerin kâr ürettikleri ve bu kârın bir kısmını ortaklarına dağıttıkları sürece piyasa değerlerini artırabilecekleri ve bu artışın belirli yatırılan sermaye düzeyi için piyasa katma değerini de artıracığı söylenebilir.

2.2.1.2.3. Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA-Refined Economic Value Added)

Arındırılmış ekonomik katma değer (AEKD), ekonomik katma değerden farklı olarak dönem başı düzeltilmiş yatırılan sermaye yerine dönem başı işletmenin piyasa değerini dikkate alır. Arındırılmış ekonomik katma değer, dönem sonu düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet kârından dönem başı piyasa değeri düşülerek hesaplanır (Bacidore ve diğ., 1997: 15).

$$\text{AEKD} = \text{Düzeltilmiş Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{AOSM} \times \text{Piyasa Değeri})$$

Arındırılmış ekonomik katma değer, ekonomik katma değerden oldukça farklı sonuçlar verebilmektedir. Örneğin borcu bulunmayan ve varlıklarının tamamını özkaynaklarla finanse eden X işletmesinin bir hisse senedinin defter değeri 40 TL, dolaşımdaki hisse senedi sayısı 100'dür ve hisseleri dönem başında 50 TL'den işlem görmektedir. Yatırımcılar ilgili yılda %10 oranında getiri beklemektedirler ve piyasa aktörlerinin beklentisi de bu yöndedir. İşletmenin dönem sonunda 450 TL düzeltilmiş vergi sonrası faaliyet kârı elde edeceği varsayımıyla işletmenin ekonomik katma değeri $450 - (\%10 \times 4.000) = 50$ TL olarak hesaplanırken, arındırılmış ekonomik katma değeri ise $450 - (\%10 \times 5.000) = -50$ TL olarak hesaplanır. Ekonomik katma değer hesabına göre işletme değer yaratırken, arındırılmış ekonomik katma değer hesabına göre de faaliyetleri sonucu ortakların mevcut servetini azaltmaktadır. Kuşkusuz işletme finansal performansını hangi açıdan ortaya koymak istiyorsa, farklı sonuçlar veren ve farklı

yorumlamalar ve tedbirlere neden olabilecek farklı finansal performans göstergeleri kullanabilecektir (Bacidore ve diğ., 1997: 15). Bununla birlikte arındırılmış ekonomik katma değerin özellikle üst yönetimin amaçları için daha kullanışlı olduğu kabul edilmektedir (Çelik ve Aslanertik, 2011: 71).

2.2.1.2.4. Yatırımın Nakit Akış Kârlılık Oranı (CFROI-Cash Flow Return On Investment)

İlk olarak HOLT Value Associates Danışmanlık Şirketi tarafından kullanılan ve getiri oranı olmasına rağmen değer bazlı finansal performans göstergesi olarak sınıflandırılan yatırımın nakit akış kârlılık oranı (YNAKO), reel nakit akışlarını reel yatırım tutarı ile karşılaştırır (CIMA, 2004: 13; Friedl ve Kettenring, 2009: 2; Credit Suisse HOLT, 2011: 2). Yatırımın nakit akış kârlılık oranı hesaplanırken brüt yatırımlar, varlıklardan kaynaklanan brüt nakit girişleri, amortisman tabi varlıkların beklenen faydalı ömürleri ve amortize edilmeyen varlıkların beklenen artık değerleri dikkate alınır. Varlıkların birikmiş amortismanlarının net defter değerlerine eklenmesiyle ve elde edilen tutara ilişkin enflasyon düzeltmelerinin yapılması ile bulunan brüt yatırımların tutarı cari fiyatlarla ifade edilir. Brüt yatırımlara ilişkin yapılan enflasyon düzeltmesi ile varlıkların tarihi maliyetlerinin reel olarak korunması sağlanır. Brüt nakit girişleri bulunurken de vergi sonrası faaliyet kârına nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman benzeri giderler eklenir. Hesaplama varlıklardan elde edilen nakit girişlerinin reel olduğu ve zaman içinde artmayacağı kabul edilir (Damodaran, 2002: 23,25). Oran bulunurken reel nakit çıkışları ve reel nakit girişleri kullanıldığından, ilgili oran enflasyondan arındırılmış reel ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile karşılaştırılır ve reel sermaye maliyetini aştığı sürece işletme değer yaratıyor şeklinde yorumlanır. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı; gelecekteki brüt nakit girişlerini, cari fiyatlarla ifade edilen brüt yatırım tutarına indirgeyen iç verim oranıdır (CIMA, 2004: 13).

r: yatırımın nakit akış kârlılık oranı

GI: brüt yatırımlar (cari fiyatlarla)

CF: reel nakit girişleri

NDA: amortize edilmeyen varlıkların hurda değeri

x: faydalı ömür

$$GI = \frac{CF1}{(1+r)^1} + \frac{CF2}{(1+r)^2} + \frac{CF3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CFx + NDA}{(1+r)^x}$$

Bu noktada yatırımın nakit akış kârlılık oranının hesaplanmasına dair bir örneğin verilmesi yerinde olacaktır. X işletmesinin sahip olduğu sabit yatırım niteliğindeki 5 yaşındaki varlıklarının net defter değeri 100 TL, birikmiş amortismanları 50 TL ve faydalı ömürleri 15 yıldır. Son 5 yılda yıllık ortalama enflasyon oranı %2 olarak gerçekleşmiş olmakla beraber varlıklar her yıl sonunda 15 TL reel nakit girişi sağlamakta ve 10 yıl sonunda artık değerlerin 50 TL olması beklenmektedir. Brüt yatırım tutarı, net defter değerine birikmiş amortismanlar eklenerek 150 TL bulunur. Bu tutar enflasyon düzeltmesine tabi tutularak (150×1.02^5), enflasyon düzeltmesi sonrası brüt yatırım tutarı olan 168,61 TL'ye ulaşılır. Her dönem ortaya çıkan nakit çıkışı gerektirmeyen 5 TL'lik gider, vergi sonrası faaliyet kârına eklenerek yıllık reel nakit girişleri 20 TL olarak güncellenir. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı 0 zaman noktasındaki 165,61 TL'yi her yıl sonundaki 20 TL'ye ve 15. Yılın sonundaki 50 TL'ye eşitleyen iç verim oranıdır ve %9,85 olarak hesaplanır. Eğer nominal sermaye maliyeti %10 ve beklenen enflasyon oranı %2 kabul edilirse, yatırımın nakit akış kârlılık oranı %9,85 reel sermaye maliyeti %7,84'ü aştığından işletmenin yürütmekte olduğu projelerin sağladığı reel nakit girişlerinin işletmeye değer kattığı söylenebilir. Oran iç verim oranı gibi hesaplanmasına rağmen tek bir projeyi değerlendirmede kullanılan iç verim oranı gibi yorumlanmaz ve aralarında önemli farklar vardır. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı; değişmeyeceği varsayılan reel nakit girişlerine odaklanırken, iç verim oranı gelecekte beklenen ve kesinlik taşımayan nakit girişlerini dikkate almakla beraber nominal değerlerle de hesaplanabilmektedir. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı yeni varlık edinilmediği sürece değişmezken, iç verim oranı yatırımdan beklenen net nakit girişlerinin değişmesine bağlı olarak farklı değerler alabilmektedir (Damodaran, 2002: 1255,1264,1265).

Yatırımın nakit akış kârlılık oranı, indirgenmiş nakit akışları yöntemine çok yakın sonuçlar veren ekonomik amortisman yöntemiyle de hesaplanabilmektedir. Oran,

ekonomik amortisman yöntemine göre x faydalı ömrü ifade etmek ve yenileme maliyeti (brüt yatırımlar – artık değerler) şeklinde hesaplanmak üzere aşağıdaki gibi bulunur (Damodaran, 2002: 1254; Friedl ve Kettenring, 2009: 9):

$$\text{Ekonomik Amortisman} = \frac{\text{Yenileme Maliyeti} \times \text{Reel AOSM}}{(1 + \text{Reel AOSM})^x - 1}$$

$$\text{YNAKO} = \frac{\text{Reel Nakit Girişleri} - \text{Ekonomik Amortisman}}{\text{Brüt Yatırımlar}}$$

İlk yöntemde elde edilen nakitlerin iç verim oranı üzerinden tekrar yatırıldığı kabul edilirken, ikinci yöntemde ise nakitlerin sermaye maliyeti üzerinden tekrar yatırıma dönüştürüldüğü varsayılmaktadır. Örnekteki verileri kullanarak ilgili oran hesaplandığında $[(165,51-50) \times 0,0784]/[(1+0,0784)^{15} - 1] = 4,31$ TL olarak bulunan ekonomik amortismanın 20 TL’lik reel nakit girişlerinden çıkarılmasıyla elde edilen tutar, 165,61 TL’lik brüt yatırım tutarına bölünür ve yatırımın nakit akış kârlılık oranı ilk bulunan sonuca yakın bir şekilde %9,47 olarak hesaplanır (Damodaran, 2002: 1254).

2.2.1.2.5. Nakit Katma Değer (CVA-Cash Value Added)

Boston Consulting Group Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilen nakit katma değer (NKD); ekonomik katma değer ve piyasa katma değerinden farklı olarak nakit akışlarını ve yatırılan sermayenin yerine de brüt yatırımları dikkate alır. Yatırımın nakit akış kârlılık oranı ile aynı mantığa göre hesaplanan nakit katma değer, ilgili orandan farklı olarak yaratılan katma değeri ifade eder (Kaviani ve diğ., 2012: 13). Nakit katma değer şu şekilde hesaplanır (Friedl ve Kettenring, 2009: 8):

$$\text{NKD} = \text{Reel Nakit Girişleri} - \text{Ekonomik Amortisman} - (\text{Brüt Yatırımlar} \times \text{AOSM})$$

Nakit katma değer, yatırımın nakit akış kârlılık oranı kullanılarak da bulunabilir (Schuster ve Jameson, 2003: 47):

$$\text{NKD} = (\text{YNAKO} - \text{AOSM}) \times \text{Brüt Yatırımlar}$$

Nakit katma değer amortisman yaklaşımlarından ve enflasyondan etkilenmemesi ve muhasebe verilerinde düzeltme gerektirmemesi nedenlerinden dolayı ekonomik katma değere ve piyasa katma değerine göre üstünlük sağlamakla birlikte hem hesaplanışının göreceli zor olması ve geleceğe yönelik yatırımcı beklentilerini karşılayamaması hem de nakit akışlarının reel değerinin zaman içinde değişmeyeceği varsayımı, nakit katma değeri bir finansal performans göstergesi olarak kullanımını maliyetli ve uygulamasını tartışmalı hale getirmektedir. Aynı eleştiriler yatırımın nakit akış kârlılık oranı için de geçerlidir (CIMA, 2004: 14; Olivier, 2011: 35-36).

2.2.1.2.6. Hissedar Katma Değeri (SVA-Shareholder Value Added)

Hissedar katma değeri (HKD) 1980'lerde Alfred Rappaport tarafından geliştirilen ve hissedarların işletmedeki haklarının değerini ortaya koyan bir finansal performans göstergesidir (Rappaport, 1998, 32). Hissedar katma değeri yaklaşımına göre yedi tane değer yaratıcı unsur bulunmaktadır (CIMA, 2004: 11):

- Satışların yıllık büyüme hızı
- Faaliyet kâr marjı
- Nakit vergi oranı
- Sabit varlık yatırım oranı
- Çalışma sermayesi yatırım oranı
- Planlama dönemi
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Hissedar katma değeri; gelecekte beklenen serbest nakit girişlerinin, iskonto oranı olarak uygun sermaye maliyeti başka bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bulunan bugünkü değerine menkul kıymetlere yapılan yatırımın

eklenmesiyle bulunan tutardan borçların çıkarılması ile hesaplanır (CIMA, 2004: 11).

$$\text{HKD} = \text{Serbest Nakit Girişlerinin B.D.} + \text{Menkul Kıymetler} - \text{Borçlar}$$

Hissedar katma değeri hesaplanırken dikkat edilmesi gereken nokta, nakit girişlerinin serbest olduğudur. Serbest nakit girişleri dönem içinde yapılan sabit varlık yatırımından ve net çalışma sermayesi yatırımından sonra kalan net nakit girişleridir ve aşağıdaki gibi bulunur (Kaplan Schweser, 2008: 205):

Tablo 2.8. Örnek 4

Brüt Satış Kârı	XX
Faaliyet Giderleri (-)	(XX)
Faaliyet Kârı ¹⁹	XX
Vergi (-)	(XX)
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	XX
Amortisman Giderleri	XX
Sabit Varlık Yatırımı (-)	(XX)
Net Çalışma Sermayesi Yatırımı (-)	(XX)
Serbest Nakit Girişleri	XX

Dönem içinde yapılan sabit varlık yatırımı; dönem sonu brüt maddi duran varlıklar tutarından dönem başı brüt maddi duran varlıklar tutarının çıkarılmasıyla elde edilen sermaye harcamaları ile dönem içinde satılan maddi duran varlıkların satışından elde edilen gelirlerin toplanması ile bulunur. Net çalışma sermayesine yapılan yatırım, nakit ve kısa vadeli borçlar dikkate alınmadan hesaplanır. Net çalışma sermayesinde azalma ortaya çıkmışsa, serbest nakit girişlerinin hesaplanmasında net çalışma sermayesi – işaretli değil, + işaretli olarak hesaba dahil edilir (Kaplan Schweser, 2008: 201,203). Hissedar katma değeri; değer yaratımı odaklı stratejileri uygulama anlayışı

¹⁹ Serbest nakit girişleri, faaliyet kârı yerine faiz ve vergi öncesi kâr (FVÖK) kullanılarak da hesaplanabilir

çerçevesinde alınacak kararların, hissedarların haklarının değerinde ortaya çıkabilecek artış veya azalışa etkisini dikkate alan analizlerde işletmeye katkı sağlar. Yine aynı anlayışa bağlı kalarak değer yaratan unsurların ayrıntılı bir şekilde değerlendirilmesi, hissedar değeri yaratma amacına yönelik finansal hedeflerin etkin bir şekilde belirlenmesini sağlar. Hissedar katma değeri, gelecekte ortaya çıkması beklenen ve kesin olmayan serbest nakit akışlarının bugünkü değerini kullandığından kesin sonuçlar vermez (CIMA, 2004: 11).

2.2.1.3. Piyasa Bazlı Finansal Performans Göstergeleri

Hisseleri borsada işlem gören işletmelerde hesaplanabilen ve kullanılan piyasa bazlı finansal performans göstergeleri, birçok finansal performans göstergesinden farklı olarak kâra ilişkin veriler yerine işletmenin piyasa değeri verilerine odaklanır. Bu göstergeler piyasa değerine odaklanmakla beraber piyasa değeri ile karşılaştırılabilir diğer verileri de kullandığından dolayı sadece piyasa değeri ve fiyat değişimleri esas alınarak yapılan analizleri tamamlar. Finansal performans analizlerinde sıklıkla kullanılan muhasebe bazlı finansal performans göstergeleri işletmenin geçmiş ve mevcut performansı hakkında bilgi vermekteyken, piyasa bazlı finansal performans göstergeleri ise işletme içi ve işletme dışı etkenleri göz önünde bulundurarak mevcut durumun açıklanmasına ve gelecek dönemlerde finansal performansa ilişkin beklentilerin değerlendirilmesine yardımcı olur. Piyasa değeri/defter değeri oranı ve Tobin's q en çok kullanılan piyasa bazlı finansal performans göstergeleridir (Canbaş, Doğukanlı, Düzakın ve İskenderoğlu, 2005: 26; Eltayeb, 2011: 195; Hong, Wey ve Lin, 2012: 9).

2.2.1.3.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Market to Book Ratio)

Piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD), adi hisse senedinin piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanır. Öncelikli hisse senedine sahip olmayan bir işletmenin adi hisse senedinin defter değeri; özkaynaklarının defter değerinin, dolaşımdaki adi hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısına bölünmesi ile bulunur (ycharts.com/Glossary). Piyasa değeri/defter değeri oranı, bir işletmenin sabit bir oranda büyüyeceği varsayımından hareket edilerek de ortaya konabilmektedir. Daha önce ifade

edildiği gibi kâr payları sabit bir oranda büyüyen bir işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri şu şekilde hesaplanır (Agrawal, Monem ve Ariff, 1996: 334):

r: özkaynak maliyeti

D1: 0 zamanından bir dönem sonra ödenecek kâr payı (beklenen kâr payı)

g: kâr payı büyüme oranı (sabit)

$$PD = \frac{D1}{r - g}$$

Yukarıdaki eşitliğin her iki tarafı da defter değerine bölündüğünde aşağıdaki eşitlikler elde edilir (Branch, Sharma, Gale, Chichirau ve Proy, 2005: 8):

$$\frac{PD}{DD} = \frac{D1}{r - g} \times \frac{1}{DD} = \frac{D1}{DD} \times \frac{1}{r - g}$$

Yine ikinci eşitlikteki D1/DD oranı, beklenen HBK kullanılarak da ifade edilebilir (Damodaran, 2004: 101):

$$\frac{D1}{DD} = \frac{D1}{HBK} \times \frac{HBK}{DD}$$

$$\frac{D1}{DD} = \text{Kâr payı dağıtım oranı} \times \text{Özkaynak kârlılık oranı}$$

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Kâr payı dağıtım oranı} \times \text{Özkaynak kârlılık oranı}}{r - g}$$

Büyüme oranı g, yeniden yatırım oranı (1 - kar payı dağıtım oranı) ile özkaynak

kârlılık oranının çarpımı olarak da hesaplanabilmekle beraber yukarıdaki eşitlikte g'yi bu şekilde ifade ettiğimizde eşitlik son olarak aşağıdaki hale gelir (Damodaran, 2012: 515):

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Özkaynak kârlılık oranı} - g}{r - g}$$

İlgili eşitlikler çerçevesinde işletmenin beklenen özkaynak kârlılık oranı, özkaynak maliyetini aştığı sürece piyasa değeri/defter değeri oranı 1'in üstüne çıkacaktır.

Teorik olarak yüksek finansal riskli ve özkaynak kârlılık oranı düşük olan işletmelerin düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip olması ve düşük finansal riskli ve özkaynak kârlılık oranı yüksek işletmelerin ise yüksek piyasa değeri/defter değerine sahip olmaları beklenir. Bununla birlikte düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip her işletme, yüksek riske ve düşük özkaynak kârlılık oranına sahip değildir. Düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip fakat yüksek özkaynak kârlılık oranlarıyla ve düşük riskle faaliyet gösteren işletmeler düşük değerli (undervalued), yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip fakat düşük özkaynak kârlılık oranlarıyla ve yüksek riskle faaliyetlerini sürdüren işletmeler ise aşırı değerli (overvalued) olarak nitelendirilir. Hisse senetlerinin sağladığı getirileri dikkate alan birçok analiz; düşük değerli hisselerin, yüksek değerli hisselerden daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir. Dünyanın sayılı borsalarından New York Menkul Kıymetler Borsası'nı (NYSE-New York Stock Exchange) konu alan analizde düşük değerli ve aşırı değerli hisselerden oluşan iki farklı portföyün oluşturulması ve bu portföylerin 1982-1991 yıllarını kapsayan dönemde sağladıkları ortalama getirilerin karşılaştırılması sonucunda, düşük değerli portföyün 9 yıllık dönemde hem aşırı değerli portföyün getirisinden hem de borsanın getirisinden daha yüksek getiri sağladığı görülmüştür (Damodaran, 2004: 112,120,121,122). Piyasa değeri/defter değeri oranı hesaplanması ve yorumlanması kolay bir gösterge olmasına rağmen geleneksel muhasebenin entelektüel sermayenin raporlanması noktasında yetersiz kalması; sermaye yoğun olmayan, daha çok entelektüel sermaye ile faaliyet gösteren teknoloji yoğun

işletmelerde anlamını kaybeder ve doğru sonuçlar vermez (Eltayeb, 2011: 195).

2.2.1.3.2. Tobin's Q

Hisseleri borsada işlem gören işletmelerin finansal performanslarını ölçmek için kullanılan göstergelerden biri de Tobin's q'dur. James Tobin'in (1969) alışmasında q olarak adlandırılması nedeniyle Tobin's q şeklinde kullanılan oranın teorisinden ilk olarak, ilgili çalışmadan bir yıl önce Tobin ve Brainard (1968) tarafından bahsedilmiştir. Tobin ve Brainard'a göre yatırımların piyasa değerinin yatırımların yenileme maliyetleri ile karşılaştırılması, yeni yatırım kararlarının alınmasında etkili olan başlıca faktördür. Tobin kendi çalışmasında ise yatırım oranının, ek yatırımların piyasa değerinin bu yeni yatırımların yenileme maliyetlerine oranlanması ile bulunan q oranının bir fonksiyonu olduğunu ifade etmiştir. Bu oran marjinal q olarak adlandırılmakla birlikte hesaplanması zor olduğundan uygulamada ortalama q olarak bilinen oran daha sık kullanılmaktadır (Hayashi, 1982: 214; Ang ve Beck, 2000: 28). Ortalama q aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Wolfe ve Sauaia, 2003: 156):

$$q = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yenileme Maliyeti}}$$

Varlıkların yenileme maliyetlerini bulmak her zaman mümkün olmadığından, q oranının hesaplanmasında alternatif yöntemler geliştirilmiştir. Lindenberg ve Ross (1981) q'nun şu şekilde hesaplanmasını önermişlerdir:

prefst: Öncelikli hisse senetlerinin tasfiye (defter) değeri

vcoms: halka açık piyasa deęeri²⁰

ltdebt: vade yapısına göre ayarlanmış uzun vadeli borçların piyasa değeri

stdebt: kısa vadeli borçların defter değeri

adj: net dönen varlıkların defter değeri

totasst: varlıkların defter değeri

bkcaps: net sermaye stokunun (sabit sermaye/fiziki sermaye) defter değeri

²⁰ Halka açık piyasa değeri = Dolaşımdaki hisse senedi sayısı x Hisse senedi fiyatı

netcap: enflasyona göre düzeltilmiş net sermaye stoku

$$q = \frac{\text{prefst} + \text{vcoms} + \text{ltdebt} + \text{stdebt} - \text{adj}}{\text{totasst} - \text{bkcap} + \text{netcap}}$$

Q oranının hesaplanmasında Chung ve Pruitt (1994) pratikte hesaplanması daha kolay olan bir yöntem geliştirmişlerdir:

mve: halka açık piyasa değeri

ps: öncelikli hisse senetlerinin tasfiye (defter) değeri

avcl: kısa vadeli borçların defter değeri

avca: dönen varlıkların defter değeri

avltd: uzun vadeli borçların defter değeri

ta: varlıkların defter değeri

$$\text{yaklaşık } q = \frac{\text{mve} + \text{ps} + \text{avcl} - \text{avca} + \text{avltd}}{\text{ta}}$$

Q ve yaklaşık q oranları hesaplanırken her iki yaklaşım da kısa vadeli borçların piyasa değerini defter değerine eşit kabul etmektedir. Yaklaşık q'nun, q'dan farklı olarak uzun vadeli borçların piyasa değeri yerine defter değerini dikkate alması ve varlıkların yenileme maliyetlerinin defter değerlerine eşit olduğunu varsayması pratikte hesaplamaları kolaylaştırmaktadır. Yaklaşık q hesaplamasında verilerin kolay bir şekilde finansal tablolardan elde edilebilmesi, çalışmalarda daha çok bu yöntemin tercih edilmesine neden olmaktadır. Ayrıca Chung ve Pruitt 1978-87 yılları arasında seçtikleri işletmelerin hem q'larını hem de yaklaşık q'larını hesaplamışlar ve kendi yöntemleriyle buldukları yaklaşık q'ların q'ya çok yakın sonuçlar verdiğini bulmuşlardır.

Yaklaşık 40 yıldır yatırım teorisinde dikkate alınan ve finansal ekonomide de kullanım alanı bulan q; 1'den büyük olduğunda işletmelerin yeni yatırımlar yapacağı, 1'den küçük olduğunda ise yatırım yapmayı durduracakları şeklinde yorumlanır. Bu bağlamda hem marjinal q hem de ortalama q, uzun vadede yapılacak yatırımların ve

gelecekteki büyüme fırsatlarının da bir göstergesidir. Bu nedenle negatif bugünkü değere sahip projeler yürüten bir işletmenin gelecek dönemlerde kârlı yatırımlara gireceği beklentisi, piyasa değerinin yüksek ve q oranının 1'den büyük olmasına sebep olabilir (Ang ve Beck, 2000: 28; Abel ve Eberly, 2002: 3; Roll ve Weston, 2008: 1). Yüksek hisse senedi fiyatları yeni yatırımları teşvik ettiğinden dolayı, q oranı finansal ekonomi ve reel ekonomi arasında da bağ kurmaktadır. Rekabet gücü yüksek işletmelerin genellikle q oranları da yüksektir. En yüksek q oranlarına sahip işletmeler güçlü marka imajına sahip işletmelerken, düşük q oranına sahip işletmeler ise rekabetin yoğun şekilde yaşandığı ya da küçülen sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerdir. Varlıkları yenileme maliyetlerinin altında değerlenmiş olan işletmeler, diğer işletmeler tarafından satın alma yoluyla ele geçirilmeye de açık hale gelmektedir (Koçyiğit, 2009: 179; Brealey ve diğ., 2007: 480). Tobin's q günümüzde işletmenin finansal performansının belirlenmesinin yanı sıra rekabet gücünün göstergesi ve yatırımcılar açısından karar verme kriteri olarak da sıklıkla kullanılmaktadır (Canbaş ve diğ., 2005: 25).

2.2.2. Performansın Alt Boyutu Olarak Finansal Performans

Rekabet düzeyinin arttığı, dış kaynaklı değişimlerin sürekli hale geldiği, üretim yöntemlerinde hızlı değişimlerin yaşandığı ve bilginin ekonomileri yönlendiren temel unsur konumuna geldiği günümüz ekonomilerinde işletmelerin faaliyetlerini etkin bir şekilde sürdürebilmeleri için performanslarını tüm boyutlarıyla ölçmeleri ve yönetmeleri gerekmektedir. İşletmelerin başarılı olabilmeleri, bugünkü performanslarını yönetmelerinin yanında uzun vadeli bakış açılarıyla ve stratejilere uyum gösterecek şekilde gelecekteki performanslarını da yönlendirmelerine bağlıdır. Ancak sadece, ağırlıklı olarak geçmiş işletme verilerine dayanan, kısa vadeli sonuçlara odaklanan ve işletmenin tüm kademelerinin faaliyetlerini ortaya koyamayan finansal performans göstergelerini kullanan performans yönetim sistemleri; yönetimin geleceği yönetme fonksiyonunu yerine getirmesinde yetersiz kalmaktadır. Ayrıca günümüzde işletme performansı çok boyutlu bir yapı haline geldiğinden bu yapıda sadece ortakların çıkarlarının ve beklentilerinin karşılanmasının ötesinde çalışanların ve müşterilerin de memnuniyeti sağlanmalıdır. Finansal performans göstergelerinin işletmelerin yönetim

ihtiyaçlarını karşılayamaması, finansal olmayan performans göstergelerinin de kullanılmasının nn açmış ve hem finansal hem de finansal olmayan performans göstergelerini bir arada kullanan yönetim yaklaşımlarının geliştirilmesini sağlamıştır (Moers, 2000: 2; Ağca ve Tunçer, 2006: 191; Güner, 2008: 249; Yıldız, Karagöz ve Mesci, 2010: 2). Performansı sadece finansal performansa endekslemeyen, gelecek dönemlerdeki performansı etkilediği kabul edilen finansal olmayan performansı da dikkate alan ve finansal performansı performansın bir alt boyutu olarak kabul eden yaklaşımlar yeni olmamakla beraber kökenleri 1950'lere dek gitmektedir. Bu yıllarda kısa vadeli kârlılık, pazar payı, verimlilik, ürün liderliği, personel gelişimi, çalışan davranışları, sosyal sorumluluk, kısa vadeli amaçlar ve uzun vadeli hedefler arasındaki denge gibi göstergeler kullanan General Electric şirketi, finansal ve finansal olmayan göstergeleri birlikte değerlendiren ilk işletmelerden biri olmuştur. Bu alanda Lynch-Cross performans piramidi (the performance pyramid), performans prizması (the performance prism), dengeli sonuç kartı (the balanced scorecard) gibi birçok model geliştirilmiş olmakla beraber günümüzde en çok bilinen ve kullanılan yaklaşım, dengeli sonuç kartı yaklaşımıdır (Otley, 2002: 17; Lai, 2007: 14).

Dengeli sonuç kartı, 1990'larda Robert S. Kaplan ve David P. Norton tarafından geliştirilen ve günümüzde dünya genelinde binlerce işletme tarafında uygulanan kurumsal performans ölçüm ve yönetim sistemidir (CIMA, 2005: 3; Kaplan, 2010: 3). Dengeli sonuç kartı; kısa vadeli ve uzun vadeli hedefler, finansal göstergeler ve finansal olmayan göstergeler, geçmişe ait ve geleceğe dair veriler, içsel ve dışsal bakış aılları arasında denge kurmaya çalışan çok boyutlu bir yaklaşımdır (Bhabatosh, 2008: 479). Bu yaklaşım; gerçekleşen faaliyet sonuçlarını ortaya koyan finansal göstergeleri, gelecekteki finansal performansı belirleyen müşteri memnuniyeti, i süreçler, öğrenme ve gelişime ilişkin finansal olmayan göstergeler ile bütünleştirir. Bu paralelde dengeli sonuç kartı; müşteri boyutu, i süreçler boyutu, öğrenme ve gelişme boyutu ve finansal boyut olmak üzere dört boyuttan oluşur (Kaplan ve Norton, 1992: 71-72).

Dengeli sonuç kartının müşteri boyutunda ‘‘vizyonumuzu gerçekleştirmek için müşterilerimize nasıl grnmeliyiz?’’ sorusunun cevabı aranır. Yöneticiler müşteri hizmetlerine ilişkin görevlerini, müşteriler için gerçekten önemli olan faktörleri dikkate alan performans göstergeleri aracılığıyla ifade ederler. Işletmeler müşterilerin zamanlamaya, kaliteye, performansa, hizmete ve maliyete ilişkin beklentileri için

amaçlar belirler ve bu amaçlar için organizasyona uygun göstergeler kullanır (Kaplan ve Norton, 1992, 73). Müşteri boyutunda hedef müşteriler ve pazarlarla ilgili müşteri memnuniyetini, müşteri bağlılığını, yeni müşteriler edinmeyi, müşteri kârlılığını ve pazar payını ölçen performans göstergeleri belirlenir (Kaplan ve Norton, 1996: 58). “Hangi işlemlerde mükemmeliğe ulaşmalıyız?” sorusuna cevabın arandığı iç süreçler boyutunda; müşterilerin değer ve hissedarların finansal beklentileri üzerinde etkisi olan ve devir süresi, kalite, çalışanların becerileri ve verimlilik gibi faktörlerden etkilenen iş süreçlerini ölçen diğer bir ifadeyle müşteri memnuniyetinin sağlanmasında ve işletmenin finansal hedeflerine ulaşmasında doğrudan etkileri bulunan iş süreçlerine odaklanan göstergeler kullanılır. İşletmenin uzman olduğu alanlar ve piyasada liderliğini devam ettirmesi için gereken teknolojiler de iç süreçler boyutunda belirlenir ve ölçülür (Kaplan ve Norton, 1992: 74-75; Kaplan ve Norton, 1996: 62). Müşteri merkezli ve iç süreç göstergeleri, işletmenin rekabete dayalı başarısı açısından önem taşıyan değişkenleri dikkate alır. Fakat hedeflenen başarı düzeyleri sürekli değiştiğinden yoğun küresel rekabet, ürünlerde ve süreçlerde sürekli gelişim gerektirir. Bu bağlamda “gelişmek ve değer yaratmayı sürdürmek için neler yapmalıyız” sorusuna odaklanan öğrenme ve gelişme boyutu, uzun vadeli büyüme ve gelişim için gerekli altyapıyı belirler. Bir işletmenin yenilik getirme, gelişme ve öğrenme yeteneği işletmenin değeriyle yakından ilişkili olduğundan; işletme yeni ürünler geliştirme, müşteriler için değer yaratma ve faaliyetlerinin etkinliğini artırma yeteneğiyle yeni pazarlara açılabilir, gelirlerini yükseltebilir ve nihayetinde hissedar değerini artırabilir. Öğrenme ve gelişme boyutunda çalışanların, sistemlerin ve organizasyonel prosedürlerin gelişimini ölçen performans göstergeleri kullanılır (Kaplan ve Norton, 1992: 75; Kaplan ve Norton, 1996: 63-64). “Finansal hedeflere ulaşmak için hissedarlarımız nasıl görünmeliyiz” sorusunun sorulduğu finansal boyutta, finansal hedeflere ulaşma düzeyinin belirlenmesi için finansal performans göstergelerinden yararlanılır. Dengeli sonuç kartı yaklaşımına göre müşteri, iç süreçler, öğrenme ve gelişme boyutlarında kullanılan finansal olmayan performans göstergeleri; finansal performans göstergeleri yardımıyla ölçülen işletmenin finansal hedefleriyle bağlantılı olmalıdır ve finansal olmayan bu üç boyut finansal hedeflere odaklanmalıdır (Kaplan ve Norton, 1996: 67; INPHASE Software, 1998: 2).

Dengeli sonuç kartı, finansal ve finansal olmayan göstergelerin bir araya getirilmesinden daha fazlasını ifade eder. Dengeli sonuç kartı; işletmenin stratejisinin

uzun vadeli stratejik hedefleri tanımlayan ve bu hedeflerin hangi düzeyde gerçekleştirildiğini denetleyen ve stratejiyle bağlantılı belirli sayıda uygun göstergelere dönüştürülmesidir. Dengeli sonuç kartı modeli, vizyon ve stratejiyi kontrol edilmesi gereken değil, organizasyonun performans göstergeleri yardımıyla ulaşması gereken unsurlar olarak tanımlar. Model ayrıca dört boyutun da birbirleriyle neden-sonuç ilişkisi içerisinde olduğunu da ifade eder. Buna göre öğrenme ve gelişme boyutunda çalışanlarını düzenli bir şekilde eğiten bir işletme, iç süreçler boyutunda süreç kalitesini yakaladıktan sonra müşteri boyutunda müşteri bağlılığını sağlayıp finansal boyutta yatırılan sermayenin kârlılık oranını artırabilir (Kaplan ve Norton, 1992: 79; Kaplan ve Norton, 1996: 65-68). Dengeli sonuç kartı yaklaşımını geliştiren Kaplan ve Norton'a (2001) göre, bu yönetim yaklaşımının başarısı büyük ölçüde strateji odaklı bir organizasyon yapısına bağlıdır.

Örnek bir dengeli sonuç kartı aşağıdaki gibidir (Kaplan ve Norton, 1992: 76):

Tablo 2.9. Dengeli Sonuç Kartı Örneği

Finansal Boyut		Müşteri Boyutu	
Amaçlar	Göstergeler	Amaçlar	Göstergeler
Hayatta Kalma	Nakit Akışları	Yeni Ürünler	Yeni Ürün Satışının Toplam Satışlar İçindeki Payı
Gelişme	Satışların Artış Oranı	Esnek Arz	Tam Zamanlı Dağıtım
Büyüme	Pazar Payı ve Özk. Kârlılık Oranı	Öncelikli Tedarikçi	Kilit Müşteri Sayısı
İç Süreçler Boyutu		Öğrenme ve Gelişme Boyutu	
Teknolojik Kapasite	Rekabet Gücü	Teknoloji Liderliği	Yeni Nesil Üretimi
Dizayn Verimliliği	Mühendislik Etkinliği	Üretim geliştirme	Süreç Zamanı
Üretim Üstünlüğü	Birim Maliyet	Piyasa Zamanlaması	Yeni Ürün vs. Rekabet

Dengeli sonuç kartı yaklaşımı, performansı etkileyen birçok alanda işletmeye katkı sağlayabilmektedir. İşletmenin stratejileri ve performans göstergeleri arasında doğrudan bağ kuran bu çok boyutlu yönetim yaklaşımı, performans göstergelerini stratejilerin uygulanma sürecinin takip ve kontrol edilmesinde kullanır. İçerdiği dört boyutu da işletmenin paydaşlarıyla ilişkilendiren model, geleceğe ilişkin soruların yanıtlarını bulmaya çalışır ve gelecek dönemlerde hedeflenen performansa ulaşmak için gerekli önlemlerin alınmasını sağlar. Finansal ve finansal olmayan performans göstergelerini dengeli bir şekilde dikkate alan dengeli sonuç kartı modeli, dışsal performansı dikkate almadan sadece içsel performansa odaklanması yönünden eleştirilmekle birlikte işletme organizasyonuna sağladığı avantajlara ek olarak uygulanmasındaki esneklik ve değişen şartlar karşısında kolay adapte edilebilirliği sayesinde günümüzde hem özel sektörde hem de kamu sektöründe her geçen gün daha fazla tercih edilmektedir (Otley, 2002: 17-18; CIMA, 2005: 3; Wu, 2009: 29).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSELERİ BORSADA İŞLEM GÖREN KOBİ'LERDE FİNANSAL PERFORMANSI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. İLGİLİ LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

İşletmelerin finansal performansını belirleyen faktörlere yönelik, literatürde istatistiksel olarak anlamlı ilişkilere ulaşan ve özellikle işletme düzeyindeki faktörlere yoğunlaşan birçok ekonometrik analiz çalışması bulunmakla birlikte özelde hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerin finansal performansını belirlemeye odaklanan çalışma sayısı daha azdır. Bu konuya ilişkin daha çok işletme hisselerinin borsada işlem görüp görmemelerine bakılmaksızın yapılan çalışmalar ve hisseleri borsada işlem gören işletmeleri büyük işletme ve KOBİ olarak sınıflandırmadan genel olarak inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Konu ile ilgili yapılan ekonometrik analizlerde panel veri analizi sıklıkla tercih edilmekle birlikte finansal performans göstergesi olarak çeşitli nicel bağımlı değişkenler kullanılmıştır.

3.1.1. İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Majumdar (1997); Hindistan'daki 1.020 işletmenin verilerini çoklu regresyon analizinde kullandığı çalışmasında, finansal performans göstergesi olarak seçtiği satışların kârlılık oranı ve toplam satış tutarı ile ifade edilen işletme büyüklüğü ile pazarlama giderleri arasında pozitif; satışların kârlılık oranı ile işletmenin yaşı ve borç/özkaynak oranı arasında negatif ilişki bulmuştur.

Deloof (2003); 1992-1996 döneminde mali olmayan 1.009 büyük işletmeye ait verileri ve yöntem olarak panel veri analizini kullandığı çalışmasında finansal performans göstergesi olarak kullandığı brüt satış kârı ile alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve kaldıraç oranı arasında negatif; brüt satış kârı ile toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve satışların büyüme oranı arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Goddard, Tavakoli ve Wilson (2005); 1993-2001 yıllarını kapsayan ve Belçika, Fransa, İtalya ve Birleşik Krallık'taki 12.508 üretim ve hizmet işletmesinin finansal performanslarını belirleyen faktörleri panel veri analizi yardımıyla inceledikleri çalışmalarında aktif kârlılık oranı ile borç/öz kaynak oranı ve işletme büyüklüğü arasında negatif; aktif kârlılık oranı ile cari oran ve pazar payı arasında ise pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Garriga (2006), İspanya'daki 70.000 KOBİ'nin 1993-2004 yılları arasındaki verilerini kullanarak, bankalarla olan ilişkinin finansal performansa olan etkisini analiz etmiştir. Çalışmada duran varlıkların toplam varlıklara oranının, stokların toplam varlıklar içindeki payının, cari oranın ve kaldıraç oranının aktif kârlılık oranına negatif; işletme yaşının ve ilişkide bulunan banka sayısının aktif kârlılık oranına pozitif etkide bulunduğu tespit edilmiştir.

Serrasqueiro (2009); 1999-2003 yıllarında Portekiz'de faaliyet gösteren 162 büyük işletmenin büyüme ve kârlılık dinamiklerini panel veri analizi kullanarak incelediği çalışmasında bağımlı değişken aktif kârlılık oranı ile bir dönem gecikmeli değeri, toplam satışlarla ifade edilen işletmenin büyüklüğü ve satışların büyüme oranı arasında pozitif; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişkiye ulaşmıştır.

Notta, Vlachvei ve Samathrakakis (2010); 2003-2007 dönemini inceledikleri ve Yunanistan'daki 300 gıda üretim işletmesini dikkate alarak rekabet gücünü finansal performans ile ilişkilendirdikleri çalışmalarında, brüt kâr marjını panel veri analizinde bağımlı değişken olarak kullanmışlar ve analiz sonucunda pazar payı (pozitif), işletmenin yaşı (pozitif), kaldıraç oranı (negatif) ve büyüme oranına (negatif) ilişkin anlamlı katsayılarla ulaşmışlardır.

Allen, Shaik, Myles ve Yeboah (2011); ABD'deki 1. sınıf demiryolu işletmelerine ait verileri 1996-2009 döneminde dikkate aldıkları çalışmalarında, net kâr marjının pazar payı ve teknoloji düzeyindeki artışa paralel olarak arttığını ortaya koymuşlardır.

Rosli (2011), Malezya'da otomobil yedek parça sektöründe faaliyet gösteren 53 KOBİ'ye ilişkin 2009 yılı verilerinden yararlandığı ve bağımlı değişken olarak satış geliri ve pazar payını kullandığı çoklu regresyon analizlerinde, ilgili değişkenler ile

işletmenin yaşı ve işletmedeki yabancı ortaklığı düzeyi arasında pozitif ilişkiler tespit etmiştir.

Nunes, Viveiros ve Serrasquero (2012); Portekiz'deki KOBİ'leri, 10 yıla kadar faaliyet gösterenleri yeni; diğerlerini de eski olmak üzere ayrıma tabi tutmuş ve her iki gruba giren işletmelerin 1999-2006 yılları arasında finansal performanslarını belirleyen faktörleri panel veri analizi kullanarak araştırmışlardır. 1.350 eski ve 495 yeni KOBİ'nin verilerinin kullanıldığı çalışmada yeni KOBİ'lerde FVÖK/varlıklar ile işletmenin yaşı, toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü, 1/cari oran ve kaldıraç oranı arasında pozitif ilişkiler bulunurken; FVÖK/varlıklar ile araştırma ve geliştirme giderleri/varlıklar ile ifade edilen araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin yoğunluğu arasında anlamlı ilişkiye ulaşılamamıştır. Eski KOBİ'lerde ise FVÖK/varlıklar ile araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin yoğunluğu ve işletme büyüklüğü arasında pozitif, FVÖK/varlıklar ile işletmenin yaşı arasında negatif ilişkiler bulunurken; FVÖK/varlıklar ile kaldıraç oranı ve 1/cari oran arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır. Çalışmada finansal performansı belirleyen faktörlerin KOBİ'lerin faaliyet süresine göre değişebildiği ortaya konulmuştur.

Carvalho, Serrasquero ve Nunes (2013), Portekiz'deki 182 KOBİ'nin 2004-2009 dönemine ait verilerini panel veri ile analiz ettikleri çalışmalarında satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğünün, işletme yaşının, cari oranın, uzun vadeli borçların varlıklara oranının ve devlet desteklerinin aktif kârlılık oranını pozitif; işletme riskinin ise aktif kârlılık oranını negatif olarak etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

3.1.2. Hisseleri Borsada İşlem Gören İşletmelerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Hansen ve Wernerfelt (1989), Fortune 1.000 listesinde bulunan ve hisseleri borsada işlem gören 60 işletmenin verilerini kullanarak işletmelerde finansal performansı belirleyen faktörlerin neler olduğunu tespit etmeye çalışmış ve bu amaçla farklı açıklayıcı değişkenlerden yararlanarak ekonomik, organizasyonel ve bu iki modeldeki değişkenlerin yer aldığı birleşik model olmak üzere üç farklı anlamlı model kurmuşlardır. Birleşik modelde bağımlı değişken aktif kârlılık oranı ile sektör kârlılığı (pozitif), işletmenin pazar payı (pozitif), toplam varlıklar ile ifade edilen işletme

büyüklüğü (negatif) ve insan kaynaklarına verilen önem düzeyi (pozitif) arasında anlamlı ilişkiler elde edilirken; aktif kârlılık oranı ve hedef başarımına verilen önem düzeyi arasında anlamlı bir istatistiksel ilişkiye ulaşılamamıştır.

Daines (2001); Delaware kanununun işletme performansına etkisini araştırdığı çalışmada, hisseleri ABD borsalarında işlem gören 4.481 işletmenin 1984-1991 dönemine ait verilerini panel veri ile analiz etmiştir. Bağımlı değişken olarak Tobin's q'nun seçildiği çalışmada; aktif kârlılık oranı (pozitif), AR&GE giderlerinin varlıklara oranı (pozitif), ilgili kanunun kullanımı (pozitif), işletme büyüklüğü (negatif) ve faaliyet alanı sayısı (negatif) ile q arasında anlamlı ilişkilere ulaşmıştır.

Kakani, Saha ve Reddy (2001); hisseleri Hindistan'ın ulusal borsasında ve Bombay Borsası'nda işlem gören 566 büyük işletmeye ait verileri kullandıkları çalışmalarında, finansal performansı belirleyen faktörleri araştırmak amacıyla dokuz farklı finansal performans göstergesini 1992-1996 ve 1996-2000 dönemlerinde bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmada bağımlı değişkenlerden Tobin's q ile kaldıraç oranı (negatif), pazarlama giderleri (pozitif), uluslararası ticarete katılım düzeyi (pozitif) ve toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü (pozitif) arasında her iki dönemde de anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır. 1996-2000 dönemi verilerinin ve aktif kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde; ilgili oran ile işletme büyüklüğü (pozitif), net ihracat oranı (pozitif), pazarlama giderleri (pozitif), kaldıraç oranı (negatif) ve çalışma sermayesi oranı (pozitif) arasında anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Lazaridis ve Tryfonidis (2006); 2001-2004 dönemini kapsayan ve hisseleri Atina Borsası'nda işlem gören 131 işletmeye ait verileri kullanarak çalışma sermayesi yönetimi ve kârlılık ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında, brüt faaliyet kârı ile toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve finansal varlıklar/varlıklar şeklinde hesaplanan finansal varlık oranı arasında pozitif ilişki, brüt faaliyet kârı ile kaldıraç oranı ve nakit dönüş süresi ile ölçülen çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği arasında negatif ilişkiye ulaşmışlardır.

Abu-Tapanjeh (2006), 1995-2004 dönemini kapsayan ve hisseleri Amman Borsası'nda işlem gören 48 sanayi işletmesine ait verileri kullandığı çalışmada, ortaklık yapısı ve finansal performans ilişkisini araştırmak amacıyla yatırımın kârlılık

oranı ve özkaynak kârlılık oranı olmak üzere iki farklı bağımlı değişken kullanarak iki ayrı model kurmuştur. Kurulan modeller her iki bağımlı değişkenin; toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ile negatif, kaldıraç oranı ile de pozitif ilişki içinde olduğunu göstermiştir. Çalışmada finansal performans göstergeleri ile işletmenin yaşı ve ortaklık yapısı arasında anlamlı ilişkilere ulaşılamamıştır.

Chua, Eun ve Lai (2007); 49 ülke borsasında seçilmiş işletmelerin ortalama Tobin's q 'larını hesaplamış ve 1999-2004 yılları arasında q 'yu etkileyen makroekonomik değişkenleri araştırmışlardır. Araştırma sonuçları; Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranının, AR&GE giderlerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla içindeki payının ve sermaye yatırımlarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranının Tobin's q 'yu pozitif olarak etkilediği sonucuna varmışlardır.

Güngör ve Öz (2007); çalışma sermayesi yönetiminin işletme kârlılığı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, Borsa İstanbul (BIST) bünyesinde imalat sektöründe faaliyet gösteren 68 işletmenin 1992-2005 dönemine ait verilerini panel veri analizine tabi tutmuşlardır. Bağımlı değişken olarak brüt satış kârının seçildiği çalışmada; alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve net ticaret süresinin ayrı ayrı dahil edildiği dört model kurulmuştur. Tüm modellerde brüt satış kârı ile diğer açıklayıcı değişkenlerden toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve toplam mali duran varlıklar arasında pozitif, brüt satış kârı ile toplam finansal borçlar arasında negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve net ticaret süresi arttıkça brüt satış kârının azaldığı da çalışmanın sonuçları arasındadır.

Raheman ve Nasr (2007); hisseleri Karaçi Borsası'nda işlem gören 94 mali olmayan işletmenin finansal performanslarını belirleyen faktörleri 1999-2004 döneminde inceledikleri çalışmada, finansal performans göstergesi olarak net faaliyet kârlılık oranını kullanmışlardır. Çalışma; işletme kârlılığının işletme büyüklüğü ile pozitif; nakit dönüş süresi, cari oran, kaldıraç oranı ve finansal varlıklar/varlıklar oranı ile de negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir.

Akkaya (2008), Borsa İstanbul'a kayıtlı 26 deri-tekstil işletmesi arasından tesadüfi olarak 10 işletme seçmiş ve bu işletmelerin Tobin's q ile temsil edilen finansal

performanslarının risk, maddi duran varlıklar, büyüklük ve büyüme ile olan ilişkisini 1997-2006 döneminde araştırmıştır. Elde edilen analiz sonuçları bağımlı değişkenin işletmenin sistematik risk düzeyi, maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı ve toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ile pozitif ilişki içerisinde olduğunu ve varlıkların büyüme oranı arttıkça Tobin's q 'nın düştüğü ortaya koymuştur. Çalışmada Tobin's q ve aktif kârlılık oranı arasında anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

Albayrak ve Akbulut (2008), 2004-2006 dönemini kapsayan ve Borsa İstanbul'da sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 55 işletmenin finansal performansını belirleyen faktörleri açıklamak amacıyla dört başlık altında toplanan bağımlı değişkenlerin çeşitli oranlarla ilişkilerini araştırmışlardır. Aktif kârlılığını ölçen oranlar, özkaynak kârlılığını ölçen oranlar, kâr marjları ve hisse başına kâr başlıkları altında toplanan göstergelerin kullanıldığı çalışmada, kullanılan göstergeye göre farklı sonuçların elde edilebildiği görülmüştür. Buna göre özkaynak kârlılık oranı ve VÖK/özkaynaklar oranları ile toplam aktifler ve stok devir hızı arasında pozitif, ilgili bağımlı değişkenler ile dönen varlıklar/toplam varlıklar oranı ve PD/DD oranı arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca aktif kârlılık oranları ile stok devir hızı ve net satışlar arasında pozitif, aktif kârlılık oranları ile dönen varlıklar/toplam varlıklar oranı ve PD/DD arasında negatif, hisse başına kâr ile net satışlar, varlık devir hızı ve stok devir hızı arasında pozitif, hisse başına kâr ile kaldıraç oranı, PD/DD ve maddi duran varlıklar/uzun vadeli borçlar oranı arasında negatif ilişkiye ulaşılmıştır.

Prasetyantoko ve Rachmadi (2008); Cakarta Borsası'na kayıtlı 238 işletmeyi seçmiş ve bu işletmelerin aktif kârlılık oranı ve halka açık piyasa değeri büyüme oranı ile temsil edilen finansal performanslarının, makro değişkenler ve işletme düzeyindeki mikro değişkenler ile olan ilişkisini 1994-2004 döneminde panel veri analizi aracılığıyla incelemişlerdir. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve faiz oranları arasında pozitif; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı, kısa vadeli borçlar/borçlar oranı, enflasyon oranı ve sermaye piyasası gelişim düzeyi arasında negatif ilişki bulunurken, aktif kârlılık oranı ve cari oran arasında anlamlı ilişkiye ulaşılamamıştır. Halka açık piyasa değeri büyüme oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde ise ilgili oran ile kaldıraç oranı, sermaye piyasası gelişim düzeyi ve faiz oranları arasında pozitif; ilgili oran ile enflasyon oranı ve kısa vadeli borçlar/borçlar oranı arasında negatif ilişki bulunurken, bağımlı değişken ile işletme

büyükülüğü ve cari oran arasında anlamlı ilişkiye ulaşlamamıştır.

Johansson ve Orre (2008), İsveç Borsası'na kayıtlı 270 işletmenin özkaynak kârlılık oranı ve Tobin's q ile temsil edilen finansal performanslarının kurumsal çevresel performansları ile olan ilişkisini 2005-2008 döneminde incelemişlerdir. Çalışmada özkaynak kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı ilk modelde ilgili oran ile çevresel performans skoru, toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve satışların büyüme oranı arasında pozitif ilişkiler elde edilirken; Tobin's q'nun bağımlı değişken olarak kullanıldığı ikinci modelde ise Tobin's q ile açıklayıcı değişkenlerden sadece stoklar/satışlar oranı arasında anlamlı ilişkiye ulaşılmış ve stoklar/satışlar oranı arttıkça Tobin's q'nun da arttığı görülmüştür.

Junior ve Laham (2008); türev ürünler kullanım düzeyinin finansal performansa etkisini araştırdıkları çalışmalarında, hisseleri Sao Paulo Borsası'nda işlem gören 212 işletmenin 1996-2005 dönemine ait verilerini kullanmışlardır. Çalışmada bağımlı değişken Tobin's q ile kâr payı ödemesi, dönen varlıkların toplam varlıklara oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif; q ile işletme büyüklüğü, kârlılık ve coğrafi çeşitlendirme arasında anlamlı pozitif ilişkiler tespit edilmiştir.

Aydeniz (2009), makroekonomik göstergelerin işletmelerin finansal performanslarına etkisini araştırdığı çalışmasında 31 gıda ve içecek işletmesinin 1998-2007 dönemine ait verilerini kullanmıştır. Aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı, FVÖK ve FVAÖK'ün bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı ve beş farklı modelin kurulduğu çalışmada; aktif kârlılık oranı ile tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) değişim oranı, faiz oranları, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) büyüme oranı, kapasite kullanım oranı ve dış ticaret dengesi arasında pozitif ilişki, aktif kârlılık oranı ve üretici fiyatları endeksi (ÜFE) değişim oranı arasında negatif ilişki elde edilirken, bağımlı değişken ve Amerikan doları kuru arasında anlamlı ilişkiye ulaşlamamıştır. Özkaynak kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde ise ilgili oran ile sadece ÜFE arasında ve negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur.

Lee (2009), işletme büyüklüğünün işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırdığı ve hisseleri ABD borsalarında işlem gören 7.158 işletmenin 1987-2006 dönemine ait verilerini kullandığı çalışmasında finansal performans ile bir dönem

gecikmeli finansal performans, araştırma ve geliştirme giderleri/satışlar, pazar payı, stoklar/satışlar ve toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Karaduman, Akbaş, Özsözügün ve Durer (2010), çalışma sermayesi yönetiminin işletme performansı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören mali olmayan 140 işletmenin 2005-2008 dönemine ait verilerini kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranının seçildiği çalışmada alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve nakit dönüş süresinin ayrı ayrı dahil edildiği dört model kurulmuştur. Tüm modellerde aktif kârlılık oranı ile diğer açıklayıcı değişkenlerden toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyüme oranı arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmada ayrıca alacakların ortalama tahsil süresi, stokların ortalama tüketilme süresi, ticari borçların ortalama ödenme süresi ve nakit dönüş süresi azaldıkça aktif kârlılık oranının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Mathuva (2010), çalışma sermayesi yönetimi bileşenlerinin işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırdığı ve hisseleri Nairobi Borsası'nda işlem gören 30 işletmenin 1993-2008 dönemine ait verilerini ve analiz yöntemi olarak panel veriyi kullandığı çalışmasında; finansal performans göstergesi olarak seçilen bağımlı değişken net faaliyet kâr oranı ile stokların ortalama tüketilme süresi, borçların ortalama ödenme süresi, toplam satışlar ile temsil edilen işletme büyüklüğü, finansal varlıklar/varlıklar oranı ve işletmenin yaşı arasında pozitif; net faaliyet kâr oranı ile alacakların ortalama tahsil süresi, kaldıraç oranı ve GSYİH büyüme oranı arasında negatif ilişkiler olduğunu ortaya koymuştur.

Mohamad ve Saad (2010), hisseleri Malezya Borsası'nda işlem gören ve tesadüfi seçilmiş 172 işletmenin 2003-2007 dönemine ilişkin verilerini dikkate alarak yaptıkları çalışmada, finansal performans göstergesi olarak Tobin's q, aktif kârlılık oranı ve yatırılan sermayenin kârlılık oranını; bağımsız değişkenler olarak da nakit dönüş süresi, cari oran, dönen varlıklar/varlıklar oranı, kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı ve kaldıraç oranını kullanmışlardır. Çalışmada Tobin's q ile nakit dönüş süresi ve kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı arasında negatif, Tobin's q ile dönen varlıklar/varlıklar oranı ve

kaldıraç oranı arasında pozitif; aktif kârlılık oranı ile nakit dönüş süresi, cari oran, kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif, aktif kârlılık oranı ve dönen varlıklar/varlıklar oranı arasında pozitif; yatırılan sermayenin kârlılık oranı ile nakit dönüş süresi, cari oran ve kısa vadeli borçlar/varlıklar oranı arasında negatif, yatırılan sermayenin kârlılık oranı ve dönen varlıklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişkiler bulunmuştur. Yapılan analizlerde Tobin's q ile cari oran, yatırılan sermayenin kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı ilişkiler elde edilememiştir.

Safarova (2010), 1996-2007 dönemini kapsayan ve hisseleri Yeni Zelanda Borsası'nda işlem gören 76 işletmeye ait verileri incelediği çalışmada, finansal performansı belirleyen faktörleri araştırmak amacıyla aktif kârlılık oranı, artık kâr ve Tobin's q olmak üzere üç farklı bağımlı değişken kullanarak üç ayrı model kurmuştur. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile satışların büyüme oranı arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ile faaliyet giderleri ve kaldıraç oranı arasında negatif; artık kâr ve halka açık piyasa değeri ile ifade edilen işletme büyüklüğü arasında pozitif; Tobin's q ile nakit ve nakit benzerleri, halka açık piyasa değeri ve kurumsal yönetim düzeyi arasında pozitif, Tobin's q ve maddi duran varlıklar/varlıklar oranı arasında negatif ilişkiye ulaşılrken işletmenin sistematik risk düzeyi ile üç farklı gösterge arasında anlamlı ilişki elde edilememiştir.

Ching, Novazzi ve Gerab (2011); hisseleri Sao Paulo Borsası'nda işlem gören 32 işletmenin 2005-2009 dönemine ilişkin verilerini dikkate alarak yaptıkları çalışmada, finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılık oranı ve satışların kârlılık oranını kullanmışlardır. İşletmelerin çalışma sermaye yoğun ve sabit sermaye yoğun olarak iki gruba ayrıldığı çalışmada, çalışma sermaye yoğun işletmelerde her iki bağımlı değişken ve stokların ortalama tüketilme süresi arasında negatif ilişki, satışların kârlılık oranı ve nakit dönüş etkinliği arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Sabit sermaye yoğun işletmelerde ise satışların kârlılık oranı ve çalışma sermayesi süresi arasında pozitif, aktif kârlılık oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif ve anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır.

Ching ve Gerab (2012), Sao Paulo Borsası'na kayıtlı, tüketim sektöründe faaliyet gösteren ve dönen varlıkları toplam varlıklarının %50'sini aşan 16 işletmenin 2005-2009 dönemine ait verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada; bağımlı değişken olarak kullanılan aktif kârlılık oranı, satışların kârlılık oranı ve özkaynak kârlılık

oranının seçilen açıklayıcı değişkenler ile ilişkilerini araştırmışlardır. Çalışmada her üç finansal performans göstergesinin özkaynak tutarı ve brüt kâr marjı ile pozitif ilişki içinde olduğunu ortaya koymuşlardır.

Azhagaiah ve Deepa (2012), 1999-2009 dönemini kapsayan ve hisseleri Bombay Borsası'nda işlem gören 52 gıda üretim işletmesinin verilerinden yararlanarak ve aktif kârlılık oranını finansal performans göstergesi olarak kullanarak kurdukları modelde; aktif kârlılık oranı ve toplam satışlar ile ifade edilen işletme büyüklüğü ve faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr (FVAÖK)/varlıklar şeklinde ölçülen volatilité arasında pozitif ilişkiye ulaşırken, bağımlı değişken ile varlıkların büyüme oranı, likidite ve sermaye yoğunluğu arasında anlamlı ilişkiler tespit edememişlerdir.

Banos-Caballero, Garcia-Teruel ve Martinez-Solano (2013); çalışma sermayesi yönetiminin finansal performansa etkisini araştırdıkları ve hisseleri Birleşik Krallık borsalarında işlem gören 258 işletmenin 2001-2007 dönemine ait verilerini kullandıkları regresyon analizlerinde, bağımlı değişken olarak Tobin's q'yu seçmişlerdir. Analiz sonuçları; bağımlı değişkenin işletme büyüklüğünden (negatif), net ticaret süresinden (pozitif), kaldıraç oranından (pozitif) ve büyüme fırsatlarından (pozitif) etkilendiğini ortaya koymuştur.

Babalola (2013); işletme büyüklüğünün işletmenin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırdığı ve hisseleri Nijerya Borsası'nda işlem gören mali olmayan 80 işletmenin 2000-2009 dönemine ait verilerini kullandığı çalışmada, bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranını, işletme büyüklüğünü ifade etmesi için de toplam varlıklar ve satışlar olmak üzere iki farklı bağımsız değişken kullanmıştır. Çalışma; aktif kârlılık oranı ile toplam satışlar, toplam varlıklar ve stoklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişki; aktif kârlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişki olduğunu göstermiştir. Yine çalışmada bağımlı değişken ile cari oran arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Kaur ve Singh (2013); işletme likiditesi ve işletmenin finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri ve hisseleri Bombay Borsası'nda işlem gören 14 teknoloji işletmesinin 2000-2010 dönemine ait verilerini kullandıkları çalışmalarında, bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranını seçmişlerdir. Kurulan regresyon modeline göre aktif kârlılık oranı ile toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü, satışların

büyüme oranı, dönen varlıklar/varlıklar oranı ve dönen varlıklar devir hızı arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varılırken; bağımlı değişken ile nakit dönüş süresi, kısa vadeli yabancı kaynaklar/yabancı kaynaklar oranı ve kaldıraç oranı arasında ters yönlü ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur.

Mule, Mukras ve Oginda (2013), sahiplik yapısında yoğunlaşmanın finansal performansa etkisini araştırdıkları ve hisseleri Nairobi Borsası'nda işlem gören 53 işletmenin 2007-2011 dönemine ilişkin verilerinden yararlandıkları çalışmalarında özkaynak kârlılık oranı, aktif kârlılık oranı ve Tobin's q'nun bağımlı değişken olarak kullanıldığı panel regresyon modelleri kurmuşlardır. Çalışmada sahiplik yapısında yoğunlaşmanın, işletme büyüklüğünün ve işletme yaşının q oranını negatif, duran varlık oranının ve kârlılığın da q oranını pozitif olarak etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

3.1.3. Hisseleri Borsada İşlem Gören KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler Üzerine Yapılan Çalışmalar

Uchida ve Ahmad (2004), ilişki bankacılığının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırdıkları ve hisseleri Japonya'daki borsalarda işlem gören 98 KOBİ'nin 2002-2004 dönemine ait verilerini kullandıkları çalışmalarında; finansal performans göstergesi olarak seçilen aktif kârlılık oranının toplam satışlar ve borç/özkaynak oranından negatif, özkaynak kârlılık oranı ve bankaların işletme hisselerine sahiplik oranından pozitif olarak etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Xie, Guo ve King (2009); hisseleri Çin Shenzhen Borsası'nda işlem gören 274 KOBİ'nin verilerinden yararlandıkları ve politik bağlantıların finansal performansa etkisini araştırdıkları çalışmalarında, finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılık oranı ve piyasa getiri oranı olmak üzere iki bağımlı değişken kullanmışlardır. Çalışmada aktif kârlılık oranı ile politik bağlantılar, işletme yaşı ve kaldıraç oranı arasında negatif; aktif kârlılık oranı ile AR&GE giderlerinin satışlara oranı ve yöneticilerin eğitim düzeyi arasında pozitif anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır. Diğer bağımlı değişken konumundaki piyasa getiri oranının kullanıldığı modele göre ise işletme büyüklüğü ve PD/DD piyasa getiri oranını pozitif; reklam ve AR&GE giderlerinin satışlara oranı ve yöneticilerin eğitim düzeyi piyasa getiri oranını negatif olarak etkilemektedir.

Şahin (2011); hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören 18 KOBİ'nin 2006-2010

dönemi yıllık verilerinden hareketle havuzlanmış regresyon analizi kullanarak sermaye yapısı, verimlilik, işletme büyüklüğü ve likiditenin finansal performansa etkisini araştırmıştır. Aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, kâr marjı ve piyasa değerindeki değişim oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmada dört ayrı model kurulmuştur. Elde edilen analiz sonuçları aktif kârlılık oranı ile kar mârjı (pozitif), varlık devir hızı (pozitif), piyasa değeri oranı (pozitif), fiyat/kazanç oranı (pozitif), toplam varlıklar ile ifade edilen işletme büyüklüğü (pozitif) ve maddi duran varlıklar devir hızı (negatif) arasında anlamlı ilişkiler olduğunu göstermiştir. Özkaynak kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde ise bu oran ile kâr marjı (pozitif), varlık devir hızı (pozitif), alacak devir hızı (pozitif), duran varlıklar/varlıklar oranı (pozitif), kaldıraç oranı (pozitif), işletme büyüklüğü (pozitif), maddi duran varlıklar devir hızı (pozitif), özkaynaklar devir hızı (pozitif), stok devir hızı (negatif) ve borç/özkaynak oranı (negatif) arasında anlamlı ilişkilere ulaşılmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu araştırmanın temel amacı, hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerin finansal performanslarının hangi faktörlerden etkilendiğini ekonometrik analiz yardımıyla belirlemektir. Finansal performansı ortaya koyan finansal performans göstergelerinin ve finansal performans ile ilişkilerinin araştırılması amacıyla seçilen bağımsız değişkenlerin daha önceki benzer çalışmalardan yararlanılarak belirlendiği araştırmada; bağımlı değişken konumundaki finansal performans göstergelerindeki değişimlerin hangi bağımsız değişkenler tarafından anlamlı olarak açıklandığının tespit edilmesi, bağımsız değişkenlerin KOBİ'lerin finansal performanslarını hangi ölçüde etkilediğinin belirlenmesi ve finansal performans ve finansal performansı etkileyen değişkenler arasındaki ilişkinin belirli bir regresyon modeli çerçevesinde ortaya konulması amaçlanmaktadır. Bu amaçla Dünya Borsalar Birliği'nin (WFE-World Federation of Exchanges) Kasım 2012 verilerine göre²¹ yıllık hisse senedi işlem hacmi 322.969 ve halka açık piyasa değeri toplamı 280.985 milyon \$ olan Borsa İstanbul'a kote ve KOBİ sınıfına giren işletmelerin finansal performanslarını belirlemesi muhtemel işletmeye özgü ve makroekonomik faktörlerin yer alacağı ve farklı bağımlı değişkenlerin

²¹Bkz. <http://www.world-exchanges.org/statistics>

kullanılacağı ekonometrik modeller kurulacak ve analiz sonuçları yorumlanacaktır.

Bilgi ekonomisinin ve teknolojik gelişmeler ve finansal serbestleşmeyle birlikte hız kazanan küreselleşmenin piyasalarda rekabeti daha zorlu hale getirmesi, doğaları gereği büyük işletmelerle rekabet etmekte zorlanan KOBİ'leri de yakından ilgilendirmektedir. Dış finansman kaynaklarına yeterli düzeyde erişemeyen KOBİ'ler faaliyetlerini sürdürebilmek için finansal performanslarını denetlemek ve sınırlı kaynakları etkin bir şekilde kullanmak zorundadır. Bu bağlamda hisseleri borsada işlem gören ve borsaya açılmanın getireceği potansiyel avantajlardan ve büyüme fırsatlarından yararlanmak isteyen KOBİ'lerin önünde, finansal performanslarını artırmaktan başka alternatif bulunmamaktadır. Araştırmadan elde edilecek sonuçlar paralelinde hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerde finansal performansı olumlu ve olumsuz olarak etkileyen dinamiklerin tespit edilmesi, finansal performanslarını artırmak isteyen KOBİ'lerin hangi stratejileri seçmeleri konusunda yol gösterici olabilecektir. Finansal performansı artırmak amacıyla doğru ve isabetli kararlar verecek olan işletmeler daha güçlü finansal yapılara sahip olabilecek ve borsada istikrarlı bir şekilde yer alarak büyüyebilecektir. Finansal performansını ölçen, denetleyen ve artıran KOBİ sayısının artması, piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından gelişmiş ülke borsalarının gerisinde kalan Borsa İstanbul'un gelişmesine ve derinlik kazanmasına da katkıda bulunabilecektir. Son yıllarda, borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan ve gelişme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasasından fon sağlamaları amacıyla, daha esnek koşullara sahip ve Borsa İstanbul bünyesinde ayrı bir piyasa olarak "KOBİ Borsası" şeklinde teşkilatlandırılan Gelişen İşletmeler Piyasası'nın (GİP) kurulması ve Halka Arz Seferberliği çerçevesinde borsaya açılacak KOBİ'lere teşvik ve kolaylıkların sağlanmasına bağlı olarak önümüzdeki yıllarda daha çok KOBİ'nin halka açılacağına yönelik beklentiler; çalışmayı daha da önemli hale getirmektedir. Yine Türkiye'de bugüne dek hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerde finansal performans üzerine yazılmış bir tez bulunmaması da çalışmanın önemini artırmaktadır. Araştırmanın önemine ek olarak bağımsız değişken olarak işletmeye özgü değişkenlerin yanında temel makroekonomik değişkenlerin de kullanılması, daha doğru sonuçlar elde edebilmek amacıyla yıllık verilerin yerine üç aylık verilerin tercih edilmesine bağlı olarak geniş bir veri seti elde edilmesi, KOBİ sınıfına giren işletmelerin seçilmesinde 2012'de revize edilen yeni KOBİ tanımından

yararlanılmasıyla analize konu KOBİ sayısının artması, geleneksel finansal performans göstergesi olan aktif kârlılık oranıyla birlikte modern piyasa bazlı finansal performans göstergesi olan Tobin's q'nun da bağımlı değişken olarak kullanılması ve KOBİ'lere ait en güncel verilerin araştırmaya dahil edilmesi; araştırmayı, hisseleri borsada işlem gören KOBİ'lerde finansal performansı etkileyen faktörleri belirlemeyi amaçlayan az sayıdaki çalışmadan ayırmakta ve çalışmayı özgün hale getirmektedir.

3.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ, DEĞİŞKENLERİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLERİ

Araştırmada, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve KOBİ sınıfına giren işletme verileri kullanılmıştır. KOBİ sınıfına giren işletmelerin seçilmesinde, finansal kuruluşlar ve özkaynağı negatif olan işletmeler araştırmanın veri setine dahil edilmemiştir. 1985 yılında faaliyete geçen ve eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB), 2013'te değişen adıyla Borsa İstanbul'un²² alt piyasaları olan ulusal pazar, ikinci ulusal pazar ve GİP'te hisseleri işlem gören KOBİ'lere ait nicel veriler araştırmada kullanılırken; 2005'te yayınlanan ve 2012'de revize edilen resmi KOBİ tanımından yararlanılmıştır. Araştırmada 2012 son çeyrek verilerine göre çalışan sayısı 250'nin altında ve net satış hasılatı (geliri) veya mali bilanço değeri (aktif toplamı) 40 milyon TL'yi aşmayan toplam 27 işletmenin²³ 2009-2012 yılları arasında 16 döneme ilişkin üç aylık verileri kullanılmıştır. KOBİ'lere ilişkin veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) internet sitesinden (kap.gov.tr) alınmış, makroekonomik bağımsız değişkenlerin elde edilmesinde ise OECD'nin internet sitesinden (oecd.org) yararlanılmıştır.

Araştırmada kullanılmak üzere, daha önceki benzer çalışmalarda kullanılan, 2 bağımlı değişken ve 16 bağımsız değişken seçilmiştir. Seçilen her bir bağımlı değişken için tüm bağımsız değişkenlerin dahil edileceği modeller kurulacaktır. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler şunlardır:

Aktif Kârlılık Oranı (AKO): Hansen ve Wernerfelt (1989), Kakani ve diğ. (2001), Uchida ve Ahmad (2004), Goddard ve diğ. (2006), Albayrak ve Akbulut (2008),

²²Bkz. <http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda>

²³EK 1

Prasetyantoko ve Parmono (2008), Serrasqueiro (2009), Aydeniz (2009), Karaduman ve diğ. (2010), Mohamad ve Saad (2010), Safarova (2010), Ching ve diğ. (2011), Şahin (2011), Ching ve Gerab (2012), Azhagaiah ve Deepa (2012), Nunes ve diğ. (2012), Babalola (2013) ve Kaur ve Singh (2013) işletmelerin finansal performanslarını inceledikleri çalışmalarında aktif kârlılık oranını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Ekonomik rantabilite oranı olarak da adlandırılan bu oran, işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını gösterir. Net kâr, FVÖK ve vergi sonrası faaliyet kârının varlıklara bölünmesiyle farklı şekillerde hesaplanabilen aktif kârlılık oranı için aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır (Akgüç, 1998: 68):

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{Net Varlıklar}}$$

Tobin's Q (Q): Kakani ve diğ. (2001), Akkaya (2008), Johansson ve Orre (2008), Mohamad ve Saad (2010) ve Safarova (2010) işletmelerin finansal performanslarını modelledikleri çalışmalarında finansal performans göstergesi olarak Tobin's q'yı kullanmışlardır. Oran; 1'den büyük olduğunda işletmelerin yeni yatırımlar yapacağı, 1'den küçük olduğunda ise yatırım yapmayı durduracakları şeklinde yorumlanır. Bu bağlamda q, uzun vadede yapılacak yatırımların ve gelecekteki büyüme fırsatlarının da bir göstergesidir (Roll ve Weston, 2008: 3). Q oranının hesaplanmasında, Chung ve Pruitt'in (1994) geliştirdikleri yöntem tercih edilmiştir:

mve: halka açık piyasa değeri

ps: öncelikli hisse senetlerinin tasfiye (defter) değeri

avcl: kısa vadeli borçların defter değeri

avca: dönen varlıkların defter değeri

avltd: uzun vadeli borçların defter değeri

ta: varlıkların defter değeri

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{mve} + \text{ps} + \text{avcl} - \text{avca} + \text{avlt}}{\text{ta}}$$

Bağımlı değişkenleri (finansal performansı) açıklamak amacıyla kullanılan bağımsız değişkenler ise şunlardır:

Cari Oran (CO): Goddard v.d. (2006), Raheman ve Nasr (2007), Prasetyantoko ve Parmono (2008), Mohamad ve Saad (2010), Nunes ve diğ. (2012) ve Babalola (2013) tarafından işletmelerin finansal performansını açıklama amaçlı kullanılan cari oran; işletmenin genel likidite durumunu yansıtarak net çalışma sermayesinin yeterliğini ortaya koyar. Kısa vadeli borçların ödenmesi veya beklenmedik yükümlülüklerin zamanında karşılanabilmesi için ve dönen varlıklarda ortaya çıkabilecek değer kayıplarına önlem olarak cari oranın 1'den büyük olması gerekir. Cari oran dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanması ile bulunur (Akdoğan ve Tenker, 2007: 645-646).

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Dönen Varlıklar Devir Hızı (DDH): Kaur ve Singh'in (2013) bağımsız değişken olarak tercih ettikleri oranın düşük olması; dönen varlıkların gereğinden fazla olduğunu, stok ve alacak devir hızlarının yavaş olduğunu veya finansal kaynakların geçici yatırımlar için kullanıldığını ifade edebilir. Oranın yüksek olması ise dönen varlıkların etkin bir şekilde işletildiğini gösterir. Devir hızı, net satışların dönen varlıklara oranlanması ile bulunur (Akdoğan ve Tenker, 2007: 666).

$$\text{Dönen Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar}}$$

Dönen Varlıklar/Varlıklar Oranı (DV): Albayrak ve Akbulut (2008), Mohamad ve Saad (2010) ve Kaur ve Singh (2013) tarafından işletmelerde finansal performansı

açıklamak amacıyla seçilen oran, çalışma sermayesi yönetiminin önemli bir unsuru olan dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payını ifade eder. Dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki yüksek payı likidite riskini azaltıcı etkiye sahiptir (Nazir ve Afza, 2009: 29).

Kaldıraç Oranı (KO): Kakani ve diğ. (2001), Deloof (2003), Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Abu-Tapanjeh (2006), Raheman ve Nasr (2007), Albayrak ve Akbulut (2008), Prasetyantoko ve Parmono (2008), Serrasqueiro (2009), Notta ve diğ. (2010), Karaduman ve diğ. (2010), Mathuva (2010), Mohamad ve Saad (2010), Safarova (2010), Ching ve diğ. (2011), Babalola'nın (2013) Kaur ve Singh (2013) finansal performansı açıklama amacıyla kurdukları regresyon modellerinde kullandıkları kaldıraç oranı; varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ifade eder. Kaldıraç oranının yüksek olması kredi verenler açısından emniyet marjının dar olduğunu anlamına gelir. Diğer taraftan bu oranın yüksek olması, işletmeye finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanma olanağı sağlar (Akgüç, 1998: 32).

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Varlıklar}}$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Varlıklar Oranı (KV): Mohamad ve Saad'ın (2010) açıklayıcı değişken olarak seçtikleri oran, varlıkların ne kadarının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın göreceli yüksek olmasına bağlı olarak duran varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi, işletmenin sürekliliği açısından istenen bir durum değildir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 656).

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Yabancı Kaynaklar (KY): Prasetyantoko ve Parmono (2008) ve Kaur ve Singh'in (2013) bağımsız değişken olarak kullandıkları oran, işletmenin borç yapısı hakkında fikir verir. Kısa vadeli yabancı kaynakların yabancı kaynaklar içerisindeki payının giderek artması; kısa süreli borçların sık sık yenilenmesini gerektireceğinden, işletmede borç ödeme konusunda sıkıntılar yaşanmasına neden olabilir (Akgüç, 1998: 38).

İşletme Büyüklüğü (LB): Hansen ve Wernerfelt (1989), Majumdar (1997), Kakani ve diğ. (2001), Deloof (2003), Lazaridis ve Tryfonidis (2006), Goddard ve diğ.

(2006), Abu-Tapanjeh (2006), Güngör ve Öz (2007), Raheman ve Nasr (2007), Albayrak ve Akbulut (2008), Prasetyantoko ve Parmono (2008), Serrasqueiro (2009), Johansson ve Orre (2008), Lee (2009), Karaduman ve diğ. (2010), Şahin (2011), Azhagaiah ve Deepa (2012), Nunes ve diğ. (2012), Babalola'nın (2013) ve Kaur ve Singh'in (2013) yaptıkları regresyon analizlerinde tercih ettikleri işletme büyüklüğü, ağırlıklı olarak toplam aktifler ve toplam satışlar ile ifade edilmiştir. Araştırmada işletme büyüklüğünü ifade etmesi için aktif toplamaları dikkate alınmış ve ilgili tutarların doğal logaritmaları hesaplanmıştır.

İşletme Yaşı (LY): Majumdar (1997), Abu-Tapanjeh (2006), Notta v.d. (2010), Mathuva (2010), Rosli (2011) ve Nunes ve diğ.'nin (2012) bağımsız değişken olarak kullandıkları işletme yaşı, doğal logaritması alınarak analize dahil edilmiştir.

Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı (MDH): Şahin'in (2011) KOBİ'lerin finansal performansını araştırdığı çalışmasında bağımsız değişken olarak seçtiği maddi duran varlıklar devir hızı, maddi duran varlık kullanımının etkinliğini ölçer. Oranının göreceli düşük olması, atıl kapasitenin varlığına işaret eder (Akdoğan ve Tenker, 2007: 667). Maddi duran varlık devir hızı aşağıdaki şekilde hesaplanır (Besley ve Brigham, 2000: 99):

$$\text{Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Maddi Duran Varlıklar}}$$

Maddi Duran Varlıklar/Varlıklar Oranı (MV): Safarova'nın (2010) finansal performans modelinde kullandığı maddi duran varlıklar/varlıklar oranı, kaldıraç oranının giderek yükselmesi olasılığı paralelinde işletmenin teminat gösterme gücünü ifade eder (Safarova, 2010: 19).

Nakit Dönüş Etkinlik Oranı (NDEO): Ching ve diğ. (2011) tarafından bağımsız değişken olarak kullanılan nakit dönüş etkinlik oranı, Güngör ve Öz'ün (2007) çalışmalarında net ticaret süresi adıyla gün bazında dikkate alınmıştır. Oran, çalışma sermayesi yönetimine ilişkin bir ölçüdür ve aşağıdaki gibi hesaplanır (Ching ve diğ., 2011: 80):

$$\text{Nakit Dönüş Etkinlik Oranı} = \frac{\text{Tic. Alacaklar} + \text{Stoklar} - \text{Tic. Borçlar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Özkaynaklar Devir Hızı (ODH): Şahin'in (2011) KOBİ'lerin finansal performansını araştırdığı çalışmasında bağımsız değişken olarak kullandığı özkaynaklar devir hızı, birim özkaynak karşılığında ne kadarlık satış yapıldığını ve özkaynakların satışlar bağlamında etkinliğini ifade eder. Oranın yüksek olması arzulanır fakat yüksek devir hızı özkaynakların yetersiz olduğunun ve geniş ölçüde yabancı kaynaklarla faaliyet gösterildiğinin de işareti olabilir. Özkaynaklar devir hızı net satışların özkaynaklara oranlanması ile elde edilir (Gildersleeve, 1999: 169).

$$\text{Özkaynaklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Stoklar/Varlıklar Oranı (SV): Babalola (2013) tarafından ekonometrik analizde kullanılan oran, stokların varlıklar içindeki payını gösterir.

Varlık Devir Hızı (VDH): Albayrak ve Akbulut (2008) ve Şahin'in (2011) regresyon modellerinde yer verdikleri varlık devir hızı, işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi veya varlık kullanımının verimlilik göstergesi olarak yorumlanabilir (Akgüç, 1998: 57). Varlık devir hızı net satışların toplam varlıklara bölünmesi ile bulunur (Besley ve Brigham, 2000: 99).

$$\text{Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Varlıklar}}$$

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı (GSYIH): Karaduman ve diğ. (2010) ve Mathuva (2010) tarafından bağımsız değişken olarak kullanılan oran, bir ekonomide belirli bir dönemden diğer bir döneme tüketime ve yatırıma yönelik olarak tüm nihai mal ve hizmetlere yapılan harcamalar ve net ihracat toplamındaki yüzde değişimi verir. Araştırmada; harcamalar yöntemine göre hesaplanan, takvim etkisinden arındırılmış ve

sabit fiyatlarla ifade edilen GSYİH'nın bir önceki yılın aynı çeyreğine göre hangi oranda değiştiği dikkate alınmıştır.

Enflasyon Oranı (ENF): Prasetyantoko ve Parmono (2008) ve Aydeniz'in (2009) makroekonomik bağımsız değişken olarak seçtikleri enflasyon oranı, belirli bir dönemden diğer bir döneme TÜFE ve ÜFE'deki yüzde değişimi ifade eder (TCMB, 2002: 43). Araştırmada TÜFE'de bir önceki yılın aynı çeyreğine göre meydana gelen yüzde değişim dikkate alınmıştır.

Verilerin tanımlayıcı istatistikleri iki tablo halinde aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.1. Tanımlayıcı İstatistikler 1

	AKO	Q	CO	DDH	DV	KO	KV	KY	LB
Ortalama	-0,0028	1,5859	7,9392	1,0136	0,4431	0,3253	0,2160	0,6714	17,5644
Medyan	-0,0030	1,0326	2,3267	0,2705	0,3994	0,1980	0,1184	0,7282	17,5331
Maksimum	0,5533	10,5524	158,02	42,8509	0,9990	0,9844	0,9721	1	20,7454
Minimum	-0,2669	-0,3982	0,0404	3,31E-05	0,0121	0,0054	0,0022	0,0188	14,8573
Std. Sapma	0,0502	1,7115	18,1328	4,7188	0,2897	0,2774	0,2181	0,2792	1,1082
Çarpıklık	2,5292	2,7505	5,8703	6,9594	0,2352	0,6304	1,1127	-0,6431	0,2500
Basıklık	42,7584	11,4377	41,8539	51,0717	1,7964	1,9930	3,3119	2,2649	3,3351
Jarque-Bera	27508,35	1737,46	28212,98	42891,76	28,5994	44,5865	86,4855	37,5853	6,2085
Olasılık	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0448
Gözlem Sayısı	411	411	411	411	411	411	411	411	411

Tanımlayıcı istatistiklere göre hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler genel olarak kaynaklarını kârlı kullanamamaktadır. 1,59 ortalama sahip Tobin's q; 1'den büyük olduğundan, işletmelerden gelecek dönemlerde yeni yatırımlar beklendiği görülmektedir. Dönen varlıklar kısa vadeli yabancı kaynakların yaklaşık 8 katıyken, dönen varlık devir hızı yaklaşık 1'dir. Dönen varlıklar, varlıkların ortalama %44'ünü oluşturmaktayken; varlıkların %33'ü yabancı kaynaklar, %67'si ise özkaynaklar ile finanse edilmektedir. Yabancı kaynakların ağırlıklı kısa vadeli olması, kısa vadeli kaynakların hem daha düşük maliyetli olması hem de daha kolay bir şekilde sağlanması ile açıklanabilir.

Tablo 3.2. Tanımlayıcı İstatistikler 2

	LY	MDH	MV	NDEO	ODH	SV	VDH	ENF	GSYIH
Ortalama	3,2268	472,8810	0,3325	42,9049	1,0134	0,1349	0,7843	7,4861	3,9352
Medyan	3,3586	0,3996	0,2741	1,2179	0,1431	0,0487	0,0798	7,4	5
Maksimum	3,8501	28876,18	0,9846	12216,30	43,2457	0,7495	42,7437	10,4	11,6
Minimum	1,1786	0,0002	0,0006	-414,0012	3,55E-05	0	2,82E-05	4,3	-13,2
Std. Sapma	0,5610	3377,399	0,2844	635,0735	5,1162	0,1922	4,6881	1,7841	6,6552
Çarpıklık	-1,3508	7,1234	0,7485	17,7903	6,9386	1,6545	7,1469	-0,1432	-1,0529
Basıklık	4,3716	52,5166	2,5480	333,7795	50,6503	4,6935	53,1698	1,7030	3,5051
Jarque-Bera	157,2213	45464,64	41,8829	1895413	42181,17	236,6360	46602,73	30,2127	80,3112
Olasılık	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gözlem Sayısı	411	411	411	411	411	411	411	411	411

Tanımlayıcı istatistikler, maddi duran varlıkların varlıklar içindeki ortalama payının %33 olduğunu da ifade etmektedir. Birim özkaynak başına ortalama 1,01 br. satış yapılmakta, stoklar varlıkların yaklaşık %13'ünü oluşturmakta ve 1 br. varlığa karşılık ortalama 0,78 br. satış gerçekleştirilmektedir. Maddi duran varlık hızının ve nakit dönüş etkinlik oranının yüksek standart sapmalara sahip olması, KOBİ'ler arasında bu değerlere ilişkin önemli farklılıkların bulunduğunu göstermektedir. Yine ortalama enflasyon oranının yaklaşık %7,49 ve ortalama Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranının yaklaşık %3,94 olduğu da istatistiki sonuçlar arasındadır.

Verilerin korelasyon matrisi iki parça halinde şu şekildedir:

Tablo 3.3. Korelasyon Matrisi 1

	AKO	Q	CO	DDH	DV	KO	KV	KY	LB
AKO	1,0000	0,1424	0,0366	0,0502	0,0159	-0,0854	-0,0918	-0,0166	0,1525
Q	0,1424	1,0000	0,1430	-0,0649	0,0197	-0,2957	-0,2174	0,2254	-0,1500
CO	0,0366	0,1430	1,0000	0,4895	0,2424	-0,3688	-0,3224	0,1056	-0,1420
DDH	0,0502	-0,0649	0,4895	1,0000	0,2456	-0,1061	-0,0681	0,1372	-0,3231
DV	0,0159	0,0197	0,2424	0,2456	1,0000	0,0293	0,2602	0,5997	-0,5365
KO	-0,0854	-0,2957	-0,3688	-0,1061	0,0293	1,0000	0,8237	-0,0306	0,0534

Tablo 3.3. (Devam) Korelasyon Matrisi 1

KV	-0,0918	-0,2174	-0,3224	-0,0681	0,2602	0,8237	1,0000	0,3970	-0,1547
KY	-0,0166	0,2254	0,1056	0,1372	0,5997	-0,0306	0,3970	1,0000	-0,3826
LB	0,1525	-0,1500	-0,1420	-0,3231	-0,5365	0,0534	-0,1547	-0,3826	1,0000
LY	0,0388	0,2992	-0,1794	-0,4628	-0,1796	-0,0698	-0,0254	0,0279	0,1078
MDH	0,0303	-0,0488	0,5414	0,9638	0,2680	-0,1280	-0,0935	0,1478	-0,3293
MV	-0,0041	-0,0466	-0,2870	-0,1250	-0,5162	0,2627	0,0850	-0,2226	0,1574
NDEO	-0,1323	0,0449	-0,0009	-0,0144	0,0923	-0,0094	0,0233	0,0738	-0,0761
ODH	0,0510	-0,0757	0,4551	0,9934	0,2862	-0,0710	-0,0255	0,1635	-0,3306
SV	-0,0528	-0,1507	-0,1652	-0,1003	0,4980	0,3018	0,3717	0,1969	-0,3936
VDH	0,0428	-0,0617	0,5067	0,9897	0,2846	-0,1219	-0,0825	0,1503	-0,3377
ENF	-0,1089	0,0426	0,0503	-0,0276	0,0003	-0,0287	-0,0205	-0,0330	0,0071
GSYIH	0,0109	0,1751	0,0543	-0,0418	-0,0177	0,0117	0,0469	0,0376	0,0233

Tablo 3.4. Korelasyon Matrisi 2

	LY	MDH	MV	NDEO	ODH	SV	VDH	ENF	GSYIH
AKO	0,0388	0,0303	-0,0041	-0,1323	0,0510	-0,0528	0,0428	-0,1089	0,0109
Q	0,2992	-0,0488	-0,0466	0,0449	-0,0757	-0,1507	-0,0617	0,0426	0,1751
CO	-0,1794	0,5414	-0,2870	-0,0009	0,4551	-0,1652	0,5067	0,0503	0,0543
DDH	-0,4628	0,9638	-0,1250	-0,0144	0,9934	-0,1003	0,9897	-0,0276	-0,0418
DV	-0,1796	0,2680	-0,5162	0,0923	0,2862	0,4980	0,2846	0,0003	-0,0177
KO	-0,0698	-0,1280	0,2627	-0,0094	-0,0710	0,3018	-0,1219	-0,0287	0,0117
KV	-0,0254	-0,0935	0,0850	0,0233	-0,0255	0,3717	-0,0825	-0,0205	0,0469
KY	0,0279	0,1478	-0,2226	0,0738	0,1635	0,1969	0,1503	-0,0330	0,0376
LB	0,1078	-0,3293	0,1574	-0,0761	-0,3306	-0,3936	-0,3377	0,0071	0,0233
LY	1,0000	-0,4500	0,2450	0,0376	-0,4692	0,0318	-0,4560	0,0304	0,0408
MDH	-0,4500	1,0000	-0,1632	-0,0094	0,9614	-0,0982	0,9746	-0,0061	-0,0149
MV	0,2450	-0,1632	1,0000	-0,0685	-0,1581	-0,1063	-0,1667	-0,0414	0,0097
NDEO	0,0376	-0,0094	-0,0685	1,0000	-0,0133	-0,0420	-0,0112	0,0373	0,0283

Tablo 3.4. (Devam) Korelasyon Matrisi 2

ODH	-0,4692	0,9614	-0,1581	-0,0133	1,0000	-0,0727	0,9874	-0,0298	-0,0375
SV	0,0318	-0,0982	-0,1063	-0,0420	-0,0727	1,0000	-0,0842	0,0117	-0,0306
VDH	-0,4560	0,9746	-0,1667	-0,0112	0,9874	-0,0842	1,0000	-0,0129	-0,0500
ENF	0,0304	-0,0061	-0,0414	0,0373	-0,0298	0,0117	-0,0129	1,0000	0,0218
GSYIH	0,0408	-0,0149	0,0097	0,0283	-0,0375	-0,0306	-0,0500	0,0218	1,0000

Korelasyon matrislerinde DDH ve MDH, DDH ve ODH, DDH ve VDH, MDH ve ODH, MDH ve VDH, ODH ve VDH, KO ve KV değişkenleri arasında yüksek oranda korelasyon bulunduğu görülmektedir.

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ ve MODELİ

Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerde finansal performansı anlamlı bir şekilde belirleyen diğer bir ifadeyle etkileyen işletme içi ve temel makroekonomik değişkenlerin tespit edilebilmesi amacıyla panel veri regresyon modelleri kurulacaktır. Ekonomik ve finansal analizlerde kullanılan veriler çeşitlilik göstermekte ve bu çeşitliliğe bağlı olarak farklı veri türlerine farklı analiz yöntemleri uygulanabilmektedir. Ekonometrik analizlere konu olan veriler; yatay kesit verileri, zaman serileri ve yatay kesit verileri ile zaman serilerinin birleşiminden meydana gelen panel veriler olmak üzere üç başlık altında toplanmaktadır. Zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerinin kullanılarak regresyon modelleri kurulması yöntemine panel veri analizi adı verilir (Güvenek ve Alptekin, 2010: 179). Panel veri setinde eksik gözlem mevcutsa dengeli olmayan panel, veri setinde eksik gözlem mevcut değilse dengeli panel söz konusudur. Panel veri analizinde kullanılan panel veriler, yatay kesit verilerine ve zaman serilerine birçok açıdan üstünlük sağlar. Panel verinin sağladığı avantajlar şu şekilde sıralanabilir (Gujarati, 2003: 637-638):

- Bireylerle, işletmelerle, ülkelerle v.b. ile ilişkili olan panel veri; bu birimler arasındaki farklılıkları daha etkin bir şekilde dikkate alır.
- Yatay kesit verilerinin zaman boyutunu da dikkate alan panel veri; daha bilgilendirici sonuçlar, daha fazla çeşitlilik, daha yüksek serbestlik derecesi,

daha etkin modeller sağlarken değişkenler arasında da daha az doğrusallık ortaya çıkmasına neden olur.

- Panel veri, tekrar eden yatay kesit gözlemleriyle çalıştığından, değişim dinamiklerini ortaya koymayı amaçlayan analizler için daha uygundur.
- Panel veri, yatay kesit verilerinde ve zaman serilerinde gözlemlenemeyen etkileri daha iyi ölçer.
- Panel veri, daha karmaşık ve çok birimli modellerin kurulmasına imkân verir.

Panel veri analizinde regresyon modeli kurulurken, sabit etkiler (fixed effects) veya tesadüfi etkiler (random effects) modellerinden yararlanılır. Sabit etkiler modeli şu şekilde gösterilir (Gujarati, 2003: 642):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

Sabit etkiler modelinde Y_{it} bağımlı değişkeni, X_{2it} ve X_{3it} bağımsız değişkenleri, α_i birimden birime değişebilen sabiti, β_2 ve β_3 bağımsız değişkenlerin eğim katsayılarını, ε_{it} hata terimini ifade ederken; i modeldeki birimlerden her birini, t ise zamanı göstermektedir. Sabit etkiler modelinde yatay kesit birimleri arasındaki spesifik bireysel özellikleri temsil eden sabit, birimler arasında farklılık gösterebilirken; her birimin sabiti zamana bağlı olarak değişmez. Bu modelde bağımsız değişkenlerin eğim katsayılarının yatay kesit ve zaman boyutuna göre değişmediği kabul edilir (Gujarati, 2003: 642). Bu haliyle tek yönlü olan modele zaman etkisi de dahil edilirse, model çift yönlü hale gelir (Greene, 2003: 291).

Panel veri analizinde kullanılan diğer bir model ise tesadüfi etkiler modelidir. Bu model aşağıdaki gibi ifade edilir (Gujarati, 2003: 647):

$$Y_{it} = \alpha + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Tesadüfi etkiler modelinde birimlere özgü farklılıklar sabit aracılığıyla değil, hata terimleri ile ifade edilir ve birimlerin ortak sabitleri olduğu varsayılır. μ_i birimlere

özgü hata terimiyken, ε_{it} zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu ortaya çıkan hata terimidir. Tesadüfi etkiler modelinde α yatay kesitlerin sabitlerinin ortalamasını, μ_i ise birimlere ilişkin sabitlerin ortalama sabitten sapmasını ifade eder (Gujarati, 2003: 647-648).

Çalışmada aktif kârlılık oranı ve Tobin's q 'nun bağımlı değişken olarak kullanılacağı iki adet panel regresyon modeli kurulacaktır. Veri setinde, daha önce sunulan korelasyon matrisinde DDH, MDH, ODH ve VDH değişkenleri ile KO ve KV değişkenleri arasında yüksek korelasyon tespit edilmiştir. Aralarındaki korelasyon katsayıları 0,8'i aşan değişkenler, kurulacak modellerde bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişki mevcut olduğunda ortaya çıkan çoklu bağlantı (multicollinearity) sorununa sebep olabilmektedir. Çoklu bağlantının varlığı, bağımsız değişkenlerin varyans şişirme faktörlerine (variance inflation factors-vif) bakılarak tespit edilebilmektedir. Varyans şişirme faktör değerleri 5'in üstünde olan bağımsız değişkenlerin yer aldığı modellerde çoklu bağlantı sorunu ortaya çıkmaktadır. Varyans şişirme faktör değerleri²⁴ DDH, ODH, VDH, MDH, KV ve KO için sırasıyla 157, 136, 83, 22, 8 ve 7 bulunmuş; DDH, ODH, MDH ve KV değişkenleri modelden çıkarılıp faktör değerleri tekrar hesaplandığında, tüm değişkenlerin varyans şişirme faktör değerlerinin kritik değer olan 5'in altında olduğu tespit edilmiştir. Çoklu doğrusal bağlantı sorununa neden olduklarından dolayı; DDH, MDH, ODH ve KV değişkenleri, modellerden çıkarılmıştır (Gujarati, 2003: 342,359; Montgomery ve Runger, 2011; 502). Birgili ve Düzer (2010) ile Okuyan ve Taşçı'nın (2010) çalışmalarından yararlanılarak kurulan ve araştırmada tahmin edilecek panel regresyon modelleri şu şekildedir:

Model 1

$$AKO_{it} = \alpha + \beta_1 CO_{it} + \beta_2 DV_{it} + \beta_3 KO_{it} + \beta_4 KY_{it} + \beta_5 LB_{it} + \beta_6 LY_{it} + \beta_7 MV_{it} + \beta_8 NDEO_{it} + \beta_9 SV_{it} + \beta_{10} VDH_{it} + \beta_{11} ENF_{it} + \beta_{12} GSYIH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 CO_{it} + \beta_2 DV_{it} + \beta_3 KO_{it} + \beta_4 KY_{it} + \beta_5 LB_{it} + \beta_6 LY_{it} + \beta_7 MV_{it} + \beta_8 NDEO_{it} + \beta_9 SV_{it} + \beta_{10} VDH_{it} + \beta_{11} ENF_{it} + \beta_{12} GSYIH_{it} + \varepsilon_{it}$$

²⁴ Varyans şişirme faktör değerleri, Stata 12 ekonometrik analiz programı kullanılarak hesaplanmıştır

3.5. MODEL TAHMİNİ ve ARAŞTIRMA SONUÇLARI

Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serilerine karşı birçok avantaj taşımakla birlikte zaman serisi boyutuna sahip olduğundan dolayı zaman serilerinin sahip olduğu sorunları da beraberinde getirebilmektedir. Bu özelliklerden biri de panel veri setinde durağan olmama durumuyla başka bir ifadeyle birim kök süreciyle karşılaşabilme ihtimalidir. Birim kökün var olduğu durağan dışı bir seride; seriyi geri çevirebilecek uzun dönemli ortalama mevcut değildir, varyans zamandan bağımsızdır ve zaman sonsuza uzarken sonsuza yaklaşır ve teorik otokorelasyonlar azalarak sönmez (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010: 305). Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan verilerle çalışıldığında sahte regresyonun ortaya çıkabileceğini belirtmişlerdir. Sahte regresyonda yüksek R^2 ve anlamlı istatistikler söz konusu olsa bile regresyon sonuçlarını yorumlamak anlamsız hale gelmektedir. Bu nedenle sahte regresyon probleminde kaçınmak için model tahmini yapılmadan önce serilerin durağan olup olmadığının tespit edilmesi gerekir. Ekonometri literatüründe panel veri setlerinde kullanılmak üzere birden fazla birim kök testi geliştirilmiştir. Bu birim kök testlerinden bir kısmı bireysel testler iken bir kısmı ise ortak birim kök testleridir. En yaygın kullanılan ortak panel birim kök testleri Levin, Lin, Chu (2001) ve Breitung (2000), bireysel panel birim kök testleri ise Fisher tabanlı Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) ve Im, Pesaran, Shin (2003) testleridir. Serilerde birim kökün varlığını sınamak amacıyla, çalışmaya konu olan panel veri setleri dengeli olmayan setler olduğundan, Maddala ve Wu'nun (1999) dengeli olmayan panel veri setleri için önerdiği Levin, Lin, Chu (LLC) ve ADF metodolojisi temel alınarak yapılan ADF-Fisher panel birim kök testleri kullanılacaktır. Her iki test için de aşağıdaki hipotezler kurulmuştur:

H_0 : Seri durağan değildir (Birim kök içerir)

H_1 : Seri durağandır (Birim kök içermez)

Optimal gecikme düzeyi için Schwarz kriteri ve Newey-West bant genişliği için Bartlett Kernel'in kullanıldığı birim kök testlerinin sonuçları düzeyde sabitli ve sabitli-trendli olarak şu şekildedir²⁵:

²⁵ Panel birim kök testleri Eviews 7 ekonometrik analiz programı kullanılarak yapılmıştır, çalışmada yapılacak diğer analizlerde de bu program kullanılacaktır.

Tablo 3.5. Birim Kök Test Sonuçları

	LLC (Olasılık-p)		ADF-Fisher Ki-Kare (Olasılık-p)	
	Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli
AKO	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Q	0,0000	0,0000	0,0001	0,0922
CO	0,0002	0,0000	0,0023	0,0001
DV	0,0110	0,3787	0,3246	0,6123
KO	0,0000	0,0004	0,0001	0,0001
KY	0,0000	0,0000	0,0473	0,0155
LB	0,6036	0,1361	0,9380	0,5011
LY	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
MV	0,0005	0,3369	0,1882	0,5091
NDEO	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
SV	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VDH	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
ENF	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
GSYIH	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Veri setinde DV, LB ve MV dışındaki tüm değişkenler %5 veya %10 anlamlılık seviyesinde düzeyde durağanken $I(0)$, düzeyde durağan olmayan DV, LB ve MV değişkenlerinin 1. derece farkları alınarak $I(1)$ durağanlaştırılmıştır.

Panel veri setlerine ilişkin hangi regresyon modelinin daha uygun olduğunu tespit etmek için çeşitli testler yapılır. Bu testlerden ilki panel veri setinin yatay kesit ve zaman boyutunu ihmal eden ve klasik En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilen havuzlanmış regresyon (pooled regression) ile sabit etkiler regresyon modeli arasında tercih yapmak için kullanılan olasılık oran (likelihood ratio) testidir. Bu testte

H_0 boş hipotezi, “havuzlanmış model sabit etkiler modelinden daha etkindir” şeklinde kurulur (Greene, 2003: 323). Tahmin edilecek iki model için elde edilen olasılık oran test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.6. Olasılık Oran Test Sonuçları

	İstatistik	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Model 1	5,471859	26	0,0000
Model 2	43,609602	26	0,0000

Test sonuçlarına göre iki durumda da olasılık 0 çıktığından H_0 hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler modeli havuzlanmış regresyona tercih edilmelidir sonucuna ulaşılmıştır. Model seçiminde kullanılan bir diğer test de Hausman (1978) testidir. Hausman testinin sonucuna göre sabit etkiler modelinin mi yoksa tesadüfi etkiler modelinin mi uygun olduğuna karar verilir. Bu testte H_0 boş hipotezi, “tesadüfi etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir” şeklinde kurulur. Tahmin edilecek iki model için elde edilen test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.7. Hausman Testi Sonuçları

	İstatistik	Serbestlik Derecesi	Olasılık
Model 1	33,972411	12	0,0005
Model 2	5,680849	12	0,9313

Hausman testi sonuçlarına göre 1. durumda %1 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilirken, 2. durumda H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda 2. model tesadüfi etkilere göre kurulması gerekirken, diğer modelde sabit etkiler tercih edilmelidir. Bununla beraber tesadüfi etkiler modelinin, birimler geniş bir ana kütleden tesadüfi olarak seçildiği takdirde kullanılması gerektiği konusunda ekonometriciler arasında görüş birliği olmasına ek olarak çalışmaya konu veri setini oluşturan birimler tesadüfi değil de belirli bir kritere göre seçildiğinden, iki modelde de sabit etkiler dikkate alınacaktır (Ramadan, 2009: 130).

Tüm zaman serilerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de otokorelasyon (autocorrelation) önemli bir sorundur. Çalışmada kurulan modellerde, hata terimlerinin ardışık değerleri birbiriyle ilişkili olduğunda ortaya çıkan otokorelasyonun olup olmadığı Durbin-Watson (DW) istatistiğine bakılarak belirlenecektir (Gujarati, 2003: 70). DW istatistiğinin 1,5 ile 2,5 değerleri arasında olması, otokorelasyonun kabul edilebilir sınırlarda olduğunu gösterir (Hutcheson ve Sofroniou, 1999: 49). Modellerde otokorelasyon sorunuyla karşılaşıldığında bu sorunu çözmek için Cochrane-Orcutt düzeltmesi uygulanarak modele otoregresif süreç terimleri olan AR(t) terimleri eklenecektir (Hajiha ve Akhlagi, 2011: 820; Wang, Chan ve Xu, 2012: 322). Otokorelasyona ek olarak panel veri regresyon modellerinde hata terimlerinin varyansının sabit olmadığı durumda ortaya çıkan değişen varyans (heteroscedasticity) sorunuyla da karşılaşılabilir (Gujarati, 2003: 68). Çalışmada muhtemel değişen varyans sorununu çözmek amacıyla, coef kovaryans yöntemi olarak white (diagonal) kullanılacaktır (Reed ve Ye, 2011: 989; Eller, Haiss ve Steiner, 2005: 44). Çoklu bağlantı, otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarından arındırılarak tahmin edilen panel veri regresyon modellerinin sonuçları aşağıdaki gibidir²⁶.

Tablo 3.8. Model 1 (Aktif Kârlılık Oranı)

Dependent Variable: AKO
Method: Panel Least Squares
Date: 09/23/13 Time: 01:16
Sample (adjusted): 2009Q2 2012Q4
Periods included: 15
Cross-sections included: 27
Total panel (unbalanced) observations: 387
White diagonal standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.136527	0.100494	-1.358563	0.1752
CO	-0.000120	8.48E-05	-1.417434	0.1573
D(DV)	0.138076	0.082230	1.679135	0.0940
KO	-0.025604	0.022415	-1.142308	0.2541
KY	0.007088	0.010363	0.683989	0.4944
D(LB)	0.067458	0.023799	2.834507	0.0049
LY	0.054587	0.030196	1.807772	0.0715
D(MV)	-0.100316	0.067027	-1.496649	0.1354
NDEO	-3.80E-06	3.03E-06	-1.252072	0.2114
SV	-0.125210	0.048510	-2.581122	0.0103
VDH	0.001426	0.000655	2.176078	0.0302
ENF	-0.002978	0.001356	-2.196823	0.0287
GSYIH	-0.000300	0.000423	-0.708929	0.4788

²⁶Sabitin katsayısı işletmelere göre değiştiği için katsayılara tahmin sonuçlarında yer verilmemiştir

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.425607	Mean dependent var	-0.002490
Adjusted R-squared	0.362886	S.D. dependent var	0.050848
S.E. of regression	0.040586	Akaike info criterion	-3.475436
Sum squared resid	0.573247	Schwarz criterion	-3.076525
Log likelihood	711.4969	Hannan-Quinn criter.	-3.317258
F-statistic	6.785706	Durbin-Watson stat	2.134712
Prob(F-statistic)	0.000000		

Aktif kârlılık oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 1'in, F istatistiğine bakılarak %1 anlamlılık düzeyinde genel olarak anlamlı olduğu ve bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık %36'sının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı görülmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden DV %10, LB %1, LY %10, SV %5, VDH %5 ve ENF %5 düzeyinde anlamlı çıkmış, diğer bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir istatistiksel ilişki bulunamamıştır. Değişkenlerden SV ve ENF aktif kârlılık oranını negatif olarak etkilerken; DV, LB, LY ve VDH aktif kârlılık oranını pozitif olarak etkilemektedir. Aktif kârlılık oranı; negatif olarak en çok stoklar/varlıklar oranından, pozitif olarak ise dönen varlıklar/varlıklar oranından etkilenmektedir. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, stoklar/varlıklar oranındaki 1 br. artış aktif kârlılık oranını 0,13 br. azaltırken; dönen varlıklar/varlıklar oranındaki 1 br. artış da aktif kârlılık oranını 0,14 br. artırmaktadır. Model tahmininden elde edilen sonuçlar; aktif kârlılık oranı ve dönen varlıklar/varlıklar oranı arasında pozitif ilişkilere ulaşan Garriga (2006), Mohamad ve Saad (2010) ve Kaur ve Singh (2013); aktif kârlılık oranı ve işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişkiler bulan Serrasquero (2009), Nunes ve diğ. (2012), Carvalho ve diğ. (2013), Kakani ve diğ. (2001), Prasetyantoko ve Rachmadi (2008), Lee (2009), Safarova (2010), Azhagaiah ve Deepa (2012), Babolola (2013), Kaur ve Singh (2013) ve Şahin (2011); aktif kârlılık oranı ve işletme yaşı arasında pozitif ilişkilere ulaşan Garriga (2006) ve Carvalho ve diğ. (2013); aktif kârlılık oranı ve stokların toplam varlıklar içindeki payı arasında negatif ilişki tespit eden Garriga (2006); aktif kârlılık oranı ve varlık devir hızı arasında pozitif ilişki bulan Şahin (2011); aktif kârlılık oranı ve enflasyon oranı arasında negatif ilişkiye ulaşan Prasetyantoko ve Rachmadi'nin (2008) çalışmalarında elde ettikleri bulguları desteklemektedir.

Dönen varlıkların toplam varlıklara oranının artması, işletmelerde riski düşürmektedir. Nazir ve Afza'ya (2009) göre işletmeler, dönen varlıklara yatırımı azaltarak agresif bir çalışma sermayesi yönetim politikası ya da dönen varlıkların toplam varlıklara oranını artırma yoluyla daha temkinli bir politika izleyebilir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin daha az agresif bir politika benimsemeleri, hem likidite risklerini azaltmakta hem de kârlılıklarını olumlu yönde etkilemektedir. Bu durum, riski azalan işletmelerin daha uygun maliyetle dış finansman kaynaklarına ulaşabildikleri şeklinde yorumlanabilir. İşletme büyüklüğünün aktif kârlılık oranını pozitif olarak etkilemesi, Gschwandtner'in (2005) görüşleriyle desteklenmektedir. Aynı yazara göre büyük işletmeler; faaliyetlerini ve ürünlerini çeşitlendirebilmek için daha yüksek kapasiteye ve piyasadaki potansiyel rakiplerle rekabet edebilmek adına daha fazla yeteneğe sahiptir ve ölçek ekonomisi avantajından daha kolay yararlanmaktadır. Borsa İstanbul'da KOBİ'ler büyüdükçe bu avantajları daha etkin değerlendirmekte ve kârlılık oranları artmaktadır. Aktif kârlılık oranı ve işletme yaşı arasında pozitif ilişkilere ulaşılması, Jovanovic'in (1982) yıllar geçtikçe işletme yöneticilerinin en iyi yatırım alternatiflerinin seçiminde daha rasyonel kararlar verdiklerine dair görüşüyle aynı yöndedir. Borsa İstanbul'da daha uzun süreden beri faaliyet gösteren KOBİ'ler, kaynaklarını daha etkin bir şekilde değerlendirmekte ve kârlılık düzeyleri yükselmektedir.

Stokların toplam varlıklar içindeki payı ile aktif kârlılık oranı arasındaki negatif ilişki, Singhal'in (2005) görüşleri ile aynı yöndedir. Singhal'e göre fazla stok, tedarik yönetim süreçlerinde ve stok yönetiminde sorunlar yaşandığının bir göstergesidir ve maliyetleri artırırken kârlılığı da düşürür. KOBİ'ler, Borsa İstanbul'da stoklarını azaltma yoluyla stokların varlıklar içindeki payını ve buna bağlı olarak fazla stok tutma giderlerini düşürerek kârlılıklarını artırabilmektedir. Akgüç'ün (1998) varlık devir hızının artmasıyla kârlılığın da artabileceğine dair görüşü, çalışmada aktif kârlılık oranı ve varlık devir hızı arasında bulunan pozitif ilişkileri desteklemektedir. Bu paralelde hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler, varlıklarını daha verimli kullanarak aktif kârlılık oranlarını yükseltebilmektedir. Yine çalışmada ulaşılan sonuçlardan biri olan enflasyon oranının aktif kârlılık oranını negatif yönde etkilemesi de, Friend ve Hasbrouck'un (1982) görüşleriyle örtüşmektedir. Friend ve Hasbrouck'a göre enflasyonist bir ekonomide artan enflasyon oranlarına bağlı olarak ekonomik aktivite

düzeyinin düşmesi, üretim faktör fiyatlarının yükselmesi ve yapılan ek yasal düzenlemelerle işletmelerin kârlılığı azalabilmektedir.

Tablo 3.9. Model 2 (Tobin's Q)

Dependent Variable: Q				
Method: Panel Least Squares				
Date: 09/23/13 Time: 01:28				
Sample (adjusted): 2009Q3 2012Q4				
Periods included: 14				
Cross-sections included: 27				
Total panel (unbalanced) observations: 355				
White diagonal standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Convergence achieved after 10 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.291466	2.766833	0.466767	0.6410
CO	0.008850	0.006147	1.439754	0.1509
D(DV)	-0.688221	0.408137	-1.686251	0.0927
KO	-0.314218	0.249840	-1.257677	0.2094
KY	0.323789	0.362327	0.893637	0.3722
D(LB)	-0.423523	0.157320	-2.692119	0.0075
LY	-0.029427	0.841366	-0.034976	0.9721
D(MV)	0.441191	0.401199	1.099682	0.2723
NDEO	0.000124	3.92E-05	3.158888	0.0017
SV	-0.407543	0.612646	-0.665217	0.5064
VDH	-0.030691	0.021595	-1.421198	0.1562
ENF	0.025740	0.024845	1.036013	0.3010
GSYIH	0.033927	0.010761	3.152627	0.0018
AR(1)	0.211898	0.115023	1.842216	0.0664
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.841856	Mean dependent var	1.700285	
Adjusted R-squared	0.822277	S.D. dependent var	1.763626	
S.E. of regression	0.743496	Akaike info criterion	2.350900	
Sum squared resid	174.1276	Schwarz criterion	2.787195	
Log likelihood	-377.2847	Hannan-Quinn criter.	2.524469	
F-statistic	42.99643	Durbin-Watson stat	2.171328	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.21			

Tobin's q'nun bağımlı değişken olarak kullanıldığı Model 2'nin, F istatistiğine bakılarak %1 anlamlılık düzeyinde genel olarak anlamlı olduğu ve bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık %82'sinin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığı görülmektedir. Model tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden DV %10, LB %1, NDEO %1 ve GSYIH %1 düzeyinde anlamlı çıkmış, diğer bağımsız değişkenler ile

bağımlı değişken arasında anlamlı bir istatistiksel ilişki bulunamamıştır. Değişkenlerden DV ve LB Tobin's q 'yu negatif olarak etkilerken; NDEO ve GSYIH Tobin's q 'yu pozitif olarak etkilemektedir. Tobin's q ; negatif olarak en çok dönen varlıkların varlıklar içindeki payından, pozitif olarak ise Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranından etkilenmektedir. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, dönen varlıkların varlıklara oranındaki 1 br. artış Tobin's q 'yu 0,69 br. azaltırken; Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranındaki 1 br. artış da Tobin's q 'yu 0,034 br. artırmaktadır. Model tahmininden elde edilen sonuçlar; Tobin's q ve dönen varlıkların varlıklar içindeki payı arasında negatif ilişki tespit eden Junior ve Laham (2008); Tobin's q ve işletme büyüklüğü arasında negatif ilişkilere ulaşan Daines (2001) ve Banos-Caballero ve diğ. (2013); Tobin's q ve nakit dönüş etkinlik oranı arasında pozitif ilişkiye ulaşan Banos-Caballero ve diğ. (2013); Tobin's q ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranı arasında pozitif ilişki bulan Chua ve diğ.'nin (2007) çalışmalarında elde ettikleri sonuçlarla aynı yöndedir.

Dönen varlıkların toplam varlıklara oranının azalması, işletmelerde riski artırmaktadır. Nazir ve Afza'ya (2009) göre işletmeler, dönen varlıklara yatırımı azaltarak agresif bir çalışma sermayesi yönetim politikası ya da dönen varlıkların toplam varlıklara oranını artırma yoluyla daha temkinli bir politika izleyebilir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin agresif bir politika benimsemeleri, likidite risklerini artırmasına karşın Tobin's q 'larını olumlu yönde etkilemektedir. Dönen varlıkların toplam varlıklara oranının azalması başka bir ifadeyle duran varlıkların varlıklar içindeki payının artması, Hsu'ye (2007) göre yatırımların artacağı ve işletmenin büyüyeceğinin bir işaretidir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler, duran varlıklara daha fazla sermaye yatırarak uzun vadede yapılacak yatırımların ve gelecekteki büyüme fırsatlarının bir göstergesi olan Tobin's q 'yu artırabilmektedir. İşletme büyüklüğünün Tobin's q 'yu negatif olarak etkilemesi, Gala ve Julio'nun (2011) görüşleriyle aynı yöndedir. Gala ve Julio'ya göre büyüme fırsatlarını ve nakit akışlarını etkin bir şekilde kontrol eden küçük işletmeler, büyük işletmelere göre hem daha yüksek oranda yatırım yapmakta hem de daha hızlı büyümekte ve sonuçta daha yüksek Tobin's q 'ya sahip olmaktadır. Bu paralelde Borsa İstanbul'da KOBİ'ler büyüdükçe, yenileme maliyetleri karşısında piyasa değerleri düşmektedir.

Nakit dönüş etkinlik oranı ile Tobin's q arasındaki pozitif ilişki; Aktaş, Croci ve Petmezas'ın (2013) etkin çalışma sermayesi yönetiminin değer yaratımını doğrudan

etkilediği yönündeki görüşleri ile örtüşmektedir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler; nakit dönüş etkinlik oranlarını artırarak, Tobin's q 'larını yükseltebilmektedir. Yine çalışmada ulaşılan sonuçlardan biri olan Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranının Tobin's q 'yu pozitif yönde etkilemesi de, ekonomik büyümenin yatırımları artırdığını savunan King ve Levine'in (1994) görüşleriyle desteklenmektedir. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın artması, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin gelecek dönemlerde kârlı yatırımlar yapacakları beklentisine yol açmakta ve yatırımcıların işletmelere biçtikleri değer yenileme maliyetleri karşısında artmaktadır.

Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin aktif kârlılık oranlarının ve Tobin's q 'larının makroekonomik gelişmelerin etkisine açık olmasına ek olarak dönen varlıkların toplam varlıklara oranı ve işletme büyüklüğü, her iki finansal performans göstergesini anlamlı olarak etkilemektedir. Fakat dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ve işletme büyüklüğü aktif kârlılık oranını pozitif olarak etkilerken, Tobin's q 'yu negatif olarak etkilemektedir. Aktif kârlılık oranını pozitif yönde en çok etkileyen bağımsız değişken konumundaki dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payının aynı zamanda Tobin's q 'yu negatif yönde en çok etkileyen bağımsız değişken konumunda olması gerçeğinden hareketle; KOBİ'lerin kârlılıklarını artırmaya yönelik dönen varlıklara ilişkin izleyecekleri finansal stratejiler, yenileme maliyetleri karşısında piyasa değerlerini düşürebilecektir. Bu bağlamda KOBİ'ler gelecekteki büyüme fırsatlarından vazgeçerek kârlılıklarını artırabilecek ya da mevcut kârlılık düzeylerinin azalması karşılığında gelecekteki yatırım fırsatlarından yararlanmak amacıyla uzun vadeli varlık alımına ağırlık verebilecektir. Modeller, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin kontrol edebildikleri içsel değişkenlerinin finansal performansları üzerinde etkili olduğunu ve temel makroekonomik değişkenlerin de finansal performansın önemli açıklayıcıları konumunda bulunduğunu göstermektedir.

SONUÇ

Finansal performansı ortaya koyan finansal performans göstergelerinin ve finansal performans ile ilişkilerinin araştırılması amacıyla seçilen bağımsız değişkenlerin daha önceki benzer çalışmalardan yararlanılarak belirlendiği araştırmada; bağımlı değişken konumundaki finansal performans göstergelerindeki değişimlerin hangi bağımsız değişkenler tarafından anlamlı olarak açıklandığının tespit edilmesi, bağımsız değişkenlerin KOBİ'lerin finansal performanslarını hangi ölçüde etkilediğinin belirlenmesi ve finansal performans ve finansal performansı etkileyen değişkenler arasındaki ilişkinin belirli bir regresyon modeli çerçevesinde ortaya konulması amaçlanmıştır. Araştırmada hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve KOBİ sınıfına giren 27 işletmenin 2009-2012 yılları arasında 16 döneme ilişkin üç aylık verileri kullanılmıştır. KOBİ sınıfına giren işletmelerin seçilmesinde, finansal kuruluşlar ve özkaynağı negatif olan işletmeler araştırmanın veri setine dahil edilmemiştir. Araştırmada kullanılan ve durağan olmayan seriler, farkları alınarak durağanlaştırılmış ve birim kök sorunu ortadan kaldırılmıştır. Kurulan panel veri regresyon modelleri çoklu bağlantı, otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarından arındırılarak tahmin edilmiştir.

Model tahminlerinden elde edilen sonuçlar Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören KOBİ'lerin aktif kârlılık oranlarının; dönen varlıkların toplam varlıklara oranından, işletme büyüklüğünden, işletme yaşından ve varlık devir hızından pozitif; stokların toplam varlıklar içindeki payından ve enflasyon oranından negatif olarak etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu sonuçlara göre borsaya kote KOBİ'ler aktif kârlılık oranlarını artırmak için varlıklar içindeki dönen varlık payını artırmalı, daha az stokla çalışmalı ve varlıklarını daha verimli kullanarak belirli tutardaki toplam varlık tutarı karşılığında daha fazla satış yapmalıdır. Model sonuçları daha önceki yıllarda faaliyet göstermeye başlayan ve daha büyük aktif toplamına sahip olan işletmelerin daha kârlı faaliyet gösterdiğini ve enflasyon oranındaki düşüşlerin KOBİ'lerin kârlılıklarını artırdığını da göstermiştir. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin agresif olmayan çalışma sermayesi yönetim politikaları benimsemeleri, hem likidite risklerini azaltmakta hem de kârlılıklarını olumlu yönde etkilemektedir. Borsa İstanbul'da

KOBİ'ler büyüdükçe ölçek ekonomisinin beraberinde getirdiği avantajları daha etkin değerlendirmekte ve kârlılık oranları artmaktadır. KOBİ yöneticilerinin yıllar geçtikçe daha rasyonel yatırım kararları verebilmeleri ve kaynakları daha etkin bir şekilde değerlendirmeleri, kârlılık düzeylerine olumlu etkide bulunabilmektedir. Yine KOBİ'ler, Borsa İstanbul'da stoklarını azaltma yoluyla stokların varlıklar içindeki payını ve buna bağlı olarak fazla stok tutma giderlerini düşürerek kârlılıklarını artırabilmektedir.

Araştırma sonuçları Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören KOBİ'lerin Tobin's q 'larının nakit dönüş etkinlik oranından ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranından pozitif; dönen varlıkların toplam varlıklara oranından ve işletme büyüklüğünden negatif olarak etkilendiğini göstermiştir. Bu sonuçlar bağlamında borsaya kote KOBİ'ler varlıklarının yenileme maliyetleri karşısında piyasa değerlerini artırmak için varlıklar içindeki duran varlık payını artırmalı ve çalışma sermayesini daha etkin yöneterek nakit dönüş etkinlik oranını yükseltmelidir. Model sonuçları daha büyük aktif toplamına sahip işletmelerin daha düşük q oranlarına sahip olduğunu ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyüme oranındaki artışın q oranlarını artırdığını da ortaya koymuştur. Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler agresif çalışma sermayesi yönetim politikaları izleyerek ve duran varlıklara daha fazla sermaye yatırarak uzun vadede yapılacak yatırımların ve gelecekteki büyüme fırsatlarının bir göstergesi olan Tobin's q 'larını artırabilmektedir. Borsa İstanbul'da büyüme fırsatlarını ve nakit akışlarını etkin bir şekilde kontrol edebilen göreceli daha küçük KOBİ'ler, daha yüksek Tobin's q 'ya sahip olmaktadır.

Hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin aktif kârlılık oranlarının ve Tobin's q 'larının makroekonomik gelişmelerin etkisine açık olmasına ek olarak dönen varlıkların toplam varlıklara oranı ve işletme büyüklüğü, her iki finansal performans göstergesini anlamlı olarak etkilemektedir. Fakat dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ve işletme büyüklüğü aktif kârlılık oranını pozitif olarak etkilerken, Tobin's q 'yu negatif olarak etkilemektedir. Aktif kârlılık oranını pozitif yönde en çok etkileyen bağımsız değişken konumundaki dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payının aynı zamanda Tobin's q 'yu negatif yönde en çok etkileyen bağımsız değişken konumunda olması gerçeğinden hareketle; KOBİ'lerin kârlılıklarını artırmaya yönelik dönen varlıklara ilişkin izleyecekleri finansal stratejiler, yenileme maliyetleri karşısında

piyasa değerlerini düşürebilecektir. Bu bağlamda KOBİ'ler gelecekteki büyüme fırsatlarından vazgeçerek kârlılıklarını artırabilecek ya da mevcut kârlılık düzeylerinin azalması karşılığında gelecekteki yatırım fırsatlarından yararlanmak amacıyla uzun vadeli varlık alımına ağırlık verebilecektir. Modeller, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'lerin kontrol edebildikleri içsel değişkenlerinin finansal performansları üzerinde etkili olduğunu ve temel makroekonomik değişkenlerin de finansal performansın önemli açıklayıcıları konumunda bulunduğunu göstermektedir.

Tanımlayıcı istatistiklere göre hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören KOBİ'ler genel olarak kaynaklarını kârlı kullanamamaktadır. Ortalama Tobin's q ; 1'den büyük olduğundan, işletmelerden gelecek dönemlerde yeni yatırımlar beklendiği görülmektedir. Yabancı kaynakların ağırlıklı kısa vadeli olması, kısa vadeli kaynakların hem daha düşük maliyetli olması hem de daha kolay bir şekilde sağlanması ile açıklanabilir. Maddi duran varlık hızının ve nakit dönüş etkinlik oranının yüksek standart sapmalara sahip olması ise KOBİ'ler arasında bu değerlere ilişkin önemli farklılıkların bulunduğunu göstermektedir.

Öte yandan faaliyete başlamak, yeni ürünler geliştirmek, yeni yatırımlar yapmak, yeni işgücü istihdam etmek ve büyümek için finansmana gereksinim duyan KOBİ'ler; özellikle ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde, dış kaynak olarak banka kredilerini yoğun olarak kullanmakla beraber göreceli daha yüksek faiz oranlarına, komisyonlara, teminatlara ek olarak kurumsal altyapı eksiklikleri nedeniyle bankalardan ihtiyaçları oranında kredi kullanamamakta ve bu bağlamda milyarlarca dolarlık kredi açığı ortaya çıkmaktadır. Bu noktada hisse senedi ihracı yoluyla sermaye piyasasından özkaynak finansmanı sağlama da KOBİ'ler için önemli bir finansman alternatifini olarak karşımıza çıkmaktadır. Fakat ülkemizde KOBİ'lerin borsaya katılım düzeyleri oldukça düşüktür. İlgili katılım düzeyini yükseltebilmek için, Borsa İstanbul'da daha çok işletmenin hisse senedinin işlem görebilmesi amacıyla son yıllarda başlatılan Halka Arz Seferberliği çerçevesinde Borsa İstanbul, SPK ve KOSGEB'in, KOBİ'lerin halka açılmalarına ilişkin sağladıkları destekler ve teşviklerden daha çok KOBİ'nin etkin şekilde yararlanmasını sağlayacak politikalar geliştirilmelidir. Daha çok işletmeye ulaşacak politikalar neticesinde, halka açılan ve finansal performanslarını denetleyebilen ve finansal hedeflerine ulaşabilen KOBİ'ler daha uygun şartlarda kaynak bulabilecek ve yurtiçindeki büyük işletmelerle ve gelişmiş

lkelerdeki KOBİ'lerle rekabet etme şansı yakalayabileceklerdir. Bu paralelde daha düşük maliyetle finansman sağlayabilen KOBİ'lerin istihdama, ekonomik büyümeye ve ihracata katkıları da artacaktır. Ayrıca ihracat yapan işletmelerin daha verimli faaliyet gösterdikleri ve inovatif işletmelerin inovatif olmayan işletmelere göre daha hızlı büyüdükleri ve kârlarını daha hızlı artırdıkları gerçeklerinden hareketle KOBİ'ler ihracata odaklanmalı ve inovatif kapasiteyle doğrudan ilişkili olan AR&GE yatırımlarına ülke genelinde daha fazla pay ayrılmalıdır.

KAYNAKÇA

- 2005/9617 No’lu Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeleri Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılmaları Hakkında Yönetmelik. (2005). T.C. Resmi Gazete. 25997, 19 Ekim 2005.
- ABD Hazine Bakanlığı Mali Yönetim Dairesi. (2000). *Performans Ölçüm Rehberi*. (Çev. Hülya Demirkaya). Ankara. Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü. (2000).
- Abel, Andrew B. ve Eberly, Janice C. (2002). *Q for the Long Run*. Erişim: 1 Mayıs 2013, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.4120&rep=rep1&type=pdf>.
- Abor, Joshua ve Quartey, Peter (2010). “Issues in SME Development in Ghana and South Africa”. *International Research Journal of Finance and Economics*, 39, 218-228.
- About IFC. (t.y.). Erişim: 25 Kasım 2012, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc
- About the Inter-American Development Bank. (t.y.) Erişim: 27 Kasım 2012, <http://www.iadb.org/en/about-us/about-the-inter-american-development-bank,5995.html>
- Abu-Tapanjeh, Abdussalam Mahmoud. (2006). “An Empirical Study of Firm Structure and Profitability Relationship: The Case of Jordan”. *Journal of Economics&Administrative Sciences*, 22 (1), 41-59.
- Accenture. (2012). *Basel III Handbook*. Erişim: 21 Şubat 2013, <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Basel-III-Handbook.pdf>
- Agrawal, Surendra P., Monem, Reza M. ve Ariff, Mohamed. (1996). “Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation”. *Finance India*, X (2), 333-344.

- Ağca, Veysel ve Tunçer, Ender. (2006). “Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulaması”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, VIII (1), 17.173-193.
- Akgüç, Öztin. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akkaya, G. Cenk. (2008). “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Kârlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, (30), 1-13.
- Aktaş, Nihat, Croci, Ettore ve Petmezas, Dimitris. (2013). *Is Working Capital Management Value Enhancing? Evidence from Firm Performance and Investments*. Erişim: 20 Ekim 2013, Lausanne University Ağ Sitesi, <http://www.hec.unil.ch/documents/seminars/dcc/1164.pdf>
- Albayrak, Ali Sait ve Akbulut, Ramazan. (2008). “Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (7), 55-82.
- Allen, Albert J., Shaik, Saleem, Myles, Albert E. ve Yeboah, Osei-Agyeman. (Şubat 2011). “Determinants of Profitability Performance: An Analysis of Class I Railroads in the United States” [Bildiri]. Southern Agricultural Economics Association Annual Meeting, Corpus Christi.
- Alp, Ali, Demirgüneş, Kartal, Ban, Ünsal ve Öztürk, M. Başaran. (2009). “Ekonomik Katma Değer (Eva™) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları”. *Celal Bayar Üniversitesi S.B.E. Dergisi*, 7 (2), 59-82.
- Ambler, Tim. (2011). *How Basel III Threatens Small Businesses*. Erişim: 17 Şubat 2013, Adam Smith Institute Ağ Sitesi, http://www.adamsmith.org/sites/default/files/research/files/ASI_briefing%20paper%20Basel%20III.pdf
- Andries, Petra ve Debackere, Koenraad. (2007). “Adaptation and Performance in New Businesses: Understanding the Moderate Effects of Independence and Industry”. *Small Business Economics*, 29 (1-2), 81-99.
- Ang, James S. ve Beck, Kristine L. (2000). “A Comparison of Marginal and Average Tobin's Q Ratios”. *International Journal of Business*, 5 (1), 27-55.

- Anwer, Muhammad S. ve Sampath R.K. (Temmuz 1997). “Exports and Economic Growth” [Bildiri]. Western Agricultural Economics Association 1997 Annual Meeting, Nevada.
- APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation). (2006). Research on Innovation Promoting Policy for Small and Medium Enterprises in APEC. SMEWG.
- Ardıç, Oya Pınar, Mylenko, Nataliya ve Saltane, Valentina. (Ocak 2011). *Small and Medium Enterprises: A Cross-country Analysis with a New Data Set*, Erişim: 12 Şubat 2013, <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-5538>
- Atkinson, Robert ve Wial, Howard. (Nisan 2008). Boosting Productivity, Innovation and Growth Through a National Innovation Foundation. Erişim: 20 Ocak 2013, http://www.brookings.edu/~media/files/rc/reports/2008/04_federal_role_atkinso_n_wial/nif%20report.pdf
- Australia Tasmanian Audit Office. (2002). *Yönetim ve Hesapverme Sorumluluğu Amaçları Bakımından Performans Bilgisi*. (Çev. Baran Özeren ve C. Suat Aral). Ankara: Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü. (1997).
- Aydeniz, Şule. (2009). “Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB’ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXVII (II), 263-277.
- Aydi, Rym. (2005). *The New Basel Capital Accord and SME Financing*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
- Ayyagari, Meghana, Beck, Thorsten ve Demirgüç-Kunt, Aslı. (2007). “Small and Medium Enterprises Across the Globe”. *Small Business Economics*, (29), 415-434.
- Ayyagari, Meghana, Demirgüç-Kunt, Aslı ve Maksimovic, Vojislav. (Nisan 2011). *Small vs. Young Firms Across the World* (5631). Erişim Tarihi: 22 Aralık 2012, wds.worldbank.org/servlet/WDSCContentServer/WDSP/IB/2012/11/06/000158349_20121106091157/Rendered/PDF/WPS5631.pdf
- Azhagaiah, Ramachandran ve Deepa, Raju. (2012). “Determinants of Profitability of Food Industry in India: A Size-Wise Analysis”. *Management*, 7 (2), 111-128.

- Babalola, Yisau Abidoun. (2013). “The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria”. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4 (5), 90-94.
- Bacidore, Jeffrey M., Boquist John A., Milbourn, Todd T. ve Thakor, Anjan V. (1997). “The Search for the Best Financial Performance Measure”. *Financial Analyst Journal*, (May/June-1997), 11-20.
- Badulescu, Daniel. (2010). “SMEs Financing: the Extent of Need and the Responses of Different Credit Structures”. *Theoretical and Applied Economics*, 7 (548), 25-36.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey. (2002). “Market Timing and Capital Structure”. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Bakker, Marie H. R., Klapper, Leora ve Udell, Gregory F. (2004). *Financing Small and Medium-Size Enterprises with Factoring: Global Growth in Factoring and its Potential in Eastern Europe*. Pruszkow: The World Bank.
- Balachandran, Sudhakar ve Mohanram, Partha. (2012). “Using Residual Income to Refine the Relationship Between Earnings Growth and Stock Returns”. *Review of Accounting Studies*, 17 (1), 134-165.
- Baldwin, John R. ve Johnson, Joanne. (1995). *Business Strategies in Innovative and Non-Innovative Firms in Canada (73)*. Ottawa: Micro Economics Studies and Analysis Division, Statistics Canada.
- Banos-Caballero, Sonia, Garcia-Teruel, Pedro J, Martinez-Solano, Pedro. (2013). *Working Capital Management, Corporate Performance and Financial Constraints*. Erişim: 23 şubat 2013, AECA Ağ Sitesi, http://www.aeca.es/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/106b.pdf
- BDDK. (Aralık 2010). Sorularla Basel III. Erişim: 20 şubat 2013, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf
- BDDK. (Ocak 2005). *10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel II)*. Erişim: 16 şubat 2013, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/125010_Soruda_Basel-II.pdf
- Beck, Thorsten, Demirgüç-Kunt, Aslı ve Peria, Maria Soledad Martinez. (Kasım 2008). *Bank Financing for SMEs around the World: Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices*. Erişim: 15 şubat 2013,

http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166322&entityID=000158349_20081124111459

- Berglund, Anders. (2007). *Assesing the Innovation Process of SMEs* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Lulea: Lulea University of Technology.
- Bernard, Andrew ve Jensen, J. Bradford. (1999). “Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect or Both?”. *Journal of International Economics*, (47), 1-25.
- Besley, Scott ve Brigham, Eugene F. (2000). *Essentials of Managerial Finance*. Dryden Press.
- Bhabatosh, Banerjee. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. New Delhi: PHI Learning.
- Bhaird, Ciaran. (2010). *Resourcing Small and Medium Sized Enterprises*. Springer.
- Bhattacharyya, Asish K. ve Phani, B.V. (2000). “Economic Value Added: A General Perspective”. *Decision*, 27 (2), 25-55.
- BIS History - Overview. (t.y.). Erişim: 11 Şubat 2013, <http://www.bis.org/about/history.htm>
- BIS. (1988). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Erişim: 13 Şubat 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbsc111.pdf>
- BIS. (Ağustos 2009). *History of the Basel Committee and its Membership*. Erişim: 10 Şubat, <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>
- BIS. (Ekim 2012). *Progress Report on Basel III Implementation*. Erişim: 18 Şubat 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs232.htm>
- BIS. (Haziran 2006). *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework, Comprehensive Version*. Erişim: 17 Şubat 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>
- BIS. (Haziran 2011). *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems – Revised Version*. Erişim: 21 Şubat 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>
- BIST. (2010). *Gelişen İşletmeler Piyasası*. Erişim: 4 Şubat 2013, http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Gelisen_Isletmeler_Piyasasi.pdf.
- Bilgin, Kamil Ufuk. (2007). “Kamuda Ölçülebilir Denetime Hazırlık: Performans Yönetimi”. *Sayıştay Dergisi*, (Özel Sayı-65), 53-87.

- Birgili, Erhan ve Düzer, Murat. (2010). “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83.
- Bishop, Steven. (2009). *Economic Profit as a Performance Measure*. Erişim: 11 Mart 2013, <http://www.capitalvalue.com.au/library/articles.html>
- Bititci, Ümit, Carrie, Allan ve Turner, Trevor (2002). “Integrated Performance Measurement Systems: Structure and Dynamics”. Andy Neely (Ed.). *Business Performance Measurement: Theory and Practice* (ss. 174-197). Cambridge: Cambridge University Press.
- Bogsnes, Bjarte. (2012). *A New Definition of Performance Management*. Erişim: 28 Şubat 2013, <http://assets.work.com/images/performancemanagement.pdf>
- Brainard, William C. ve Tobin, James. (1968). “Pitfalls in Financial Model Building”. *American Economic Review*, LVIII (2), 99-122.
- Branch, Ben, Sharma, Anurag, Gale, Bradley, Chichirau, Cosette ve Proy, Julie. (2005). *A Price To Book Model Of Stock Prices*. Erişim: 30 Nisan 2013, The University of West Georgia Ağ Sitesi, <http://westga.edu/~bquest/2005/model.pdf>
- Brealey, Richard, Myers, Stewart ve Marcus, Alan. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı). İstanbul: McGraw-Hill-Literatür. (1995).
- Brealey, Richard, Myers, Stewart ve Marcus, Alan. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Breitung J. (2000). “The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data”. *Advances in Econometrics*, (15), 161-177.
- Brigham, Eugene F. ve Ehrhardt, Michael C. (2010). *Financial Management: Theory and Practice*. USA: Cengage Learning.
- Bullinger, Hans-Jörg, Bannert, Marc ve Brunswicker, Sabine. (2007). “Managing Innovation Capabilities in SMEs”. *Tech Monitor*, May-June, 17-27.
- Burksaitiene, Daiva. (2009). “Measurement of Value Creation: Economic Value Added and Net Present Value”. *Economics&Management*, 2009 (14), 709-714.
- Business Development Bank of Canada. (Ağustos 2011). SMEs at a Glance. Erişim: 20 Aralık 2012, <http://www.bdc.ca/EN/Documents/other/SMEsAtAGlance-Summer%202011.pdf>.

- Business News Americas. (Haziran 2010). *SME Loans in Brazil: Making Way For Large Private-Sector Banks*. Erişim: 29 Aralık 2012, <http://www.bnamericas.com/store/downloadFileStore.jsp?rsm=s&sku=71I1123789>
- Canbaş, Serpil, Doğukanlı, Hatice, Düzakın, Hatice ve İskenderoğlu, Ömer. (2005). “Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 24-36.
- Cansız, Mehmet. (2008). *Türkiye’de KOBİ’ler ve KOSGEB*. Ankara: DPT.
- Carvalho, Pedro Guedes De, Serrasquero, Zelia ve Nunes, Paulo Maças. (2013). “Profitability Determinants of Fitness SMEs: Empirical Evidence from Portugal Using Panel Data”. *Amfiteatru Economic*, XV (34), 417-430.
- Cavalca, Viola, Rinaldi, Caterina, Santi, Diego ve Gazzotti, Massimo. (2012). *Italy Country Report on SME Needs (2009-06)*. ENEA.
- Celep, Hatice. (2010). Kamu Sektöründe Performans Yönetimi ve Ölçümü. (Mesleki Yeterlilik Tezi). Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı.
- Chan, Andrew. (2001). *The Mechanics of the Economic Model*. Erişim: 18 Mart 2013, <http://www.rbcpa.com/economicmodelv20a.pdf>
- China Daily. (2012). SMEs Become Major Force in Promoting Innovation. Erişim: 27 Ocak 2013, http://europe.chinadaily.com.cn/business/2012-06/23/content_15519191.htm
- Ching, Hong Yuh ve Gerab, Fabio. (2012). “Determinants of Financial Performance in Brazilian Companies: A Multi-Ratio Model Using Multivariate Statistical Method”, *Journal of Global Business and Economics*, 5 (1), 79-99.
- Ching, Hong Yuh, Novazzi, Ayrton ve Gerab, Fabio. (2011). “Relationship between Working Capital Management and Profitability in Brazilian Listed Companies”, *Journal of Global Business and Economics*, 3 (1), 74-86.
- Chua, Choong Tze, Eun, Cheol S. ve Lai, Sandy. (2007). “Corporate Valuation around World: The Effects of Governance, Growth and Openness”. *Journal of Banking&Finance*, 31 (1), 35-56.
- Chung, Kee H. Ve Pruitt, Stephen W. (1994). “A Simple Approximation of Tobin’s q”. *Financial Management*, 23 (3), 70-74.

- CIMA. (2004). *Maximising Shareholder Value*. Great Britain: The Chartered Institute of Management Accountants.
- CIMA. (2005). *Effective Performance Management with the Balanced Scorecard*. Great Britain: The Chartered Institute of Management Accountants.
- Clarke, Peter J. (2002). *Accounting Information for Managers*. Ireland: Oak Tree Press.
- Coşkun, Ali. (2007). *Stratejik Performans Yönetimi ve Performans Karnesi*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Coşkun, Arife. (2000). *Performans ve Risk Denetim Terimleri*. Ankara: T.C. Sayıştay.
- Country Profiles. (t.y.). Erişim: 9 Şubat 2013, <http://www.enterprisesurveys.org/Graphing-Tool>
- Credit Suisse HOLT. (2011). *Reference Handbook*. Erişim: 27 Nisan 2013, https://www.credit-suisse.com/investment_banking/holt/doc/holt_reference_manual.pdf.
- Çakmak, Nermin ve Ocaklı, Emre. (2006). “Performans Değerlendirmesi Gerekli midir? Neden?” [Bildiri]. Aytaç Yıldızeli ve Hatice Kübra Bahşişoğlu (Ed.). *ÜNAK Bilimsel İletişim ve Bilgi Yönetimi Sempozyumu*, Eylül 2006, (ss. 212-230), Ankara: Gazi Üniversitesi.
- Çalışkan, Esra, İçke, Başak ve Aytürk, Yusuf. (2011). “Corporate Reputation and Financial Performance: Evidence from Turkey”. *Research Journal of International Studies*, 18, 61-72.
- Çelik, Orhan. (Nisan 2002). *İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.’de Uygulanması* (45). Erişim: 28 Mart 2013: http://www.politics.ankara.edu.tr/eski/dosyalar/tm/SBF_WP_45.pdf
- Çelik, Şaban ve Aslanertik, Banu Esra. (2011). “Linkages Between Value Based Performance Measurements and Risk Return Trade Off: Theory and Evidence”. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 16 (31), 63-83.
- Daines, Robert. (2001). “Does Delaware Law Improve Firm Value?”. *Journal of Financial Economics*, 62 (2001), 525-558.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation*. Wiley.
- Damodaran, Aswath. (2004). *Investment Fables: Exposing the Myths of “Can’t Miss” Investment Strategies*. New Jersey: Pearson Education.

- Damodaran, Aswath. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Erişim: 30 Ocak 2013, Stern School of Business Ağ Sitesi: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>.
- Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley&Sons.
- De Kok, Jan, Vroonhof, Paul, Verhoeven, Wim, Timmermans, Wiek, Kwaak, Tom, Snijders, Jacqueline ve Westhof, Florieke. (2011). *Do SMEs create more and better jobs?*. Zoetermeer: EIM Business & Policy Research.
- De Pivetta, Norma T. Jauregui (2010). ‘‘Ethics in Agricultural and Stockbreeding SMEs: An Argentinian Case Study’’. Laura Spence ve Mollie-Painter Morland (Ed.). *Ethics in Small and Medium Sized Enterprises: A Global Commentary* (ss. 313-332). Springer.
- De Wet, J.H.H. (2004). *EVA and MVA and Adjustments to Financial Statements to Reflect Value Creation*. Erişim: 1 Nisan 2013, University of Pretoria Ağ Sitesi, <http://upetd.up.ac.za/UPeTD.htm>
- Definition of Micro, Small and Medium Enterprises. (t.y.). Erişim: 21 Kasım 2012, http://www.dcmsme.gov.in/ssiindia/defination_msme.htm
- Dejonckheere, J., Ramioul, M. ve Van Hootegeem, G. (2003). *Is Small Finally Becoming Beautiful?*(391). Brighton: The Institute for Employment Studies.
- Deloof, Marc. (2003). ‘‘Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?’’. *Journal of Business Finance&Accounting*, 30 (3), 573-587.
- Desai, Mihir, Ferri, Fabrizio ve Treadwell, Steve (2006). *Understanding Economic Value Added*. Erişim: 14 Mart 2013, <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=32840>
- DG Enterprise. (şubat 2003). *Analysis of Use of Factoring* (ETD/00/503408). Erişim: 26 Ocak 2013, http://edz.bib.uni-mannheim.de/daten/edz-h/gdb/03/factoring_en.pdf.
- Dow, James P. (2009). *The Basics of Corporate Finance*. Erişim: 6 şubat 2013, California State University, Northridge Ağ Sitesi, <http://www.csun.edu/~jpd45767/502/9%20-%20Corporate%20Finance.pdf>.
- DPT. (2000). *Kamu Yönetiminin İyileştirilmesi ve Yeniden Yapılandırılması Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. Ankara: DPT.

- Dritsakis, Nikolaos. (2006). "Exports and Economic Growth: An Empirical Investigation of EU, USA and Japan Using Causality Tests". *International Review of Applied Economic Research*, 1 (2), 181-194.
- Duan, Hangbo, Han, Xiaojie ve Yang, Hongbo. (2009). "An Analysis of Causes for SMEs Financing Difficulty". *International Journal of Business and Management*, 4 (6), 73-75.
- ECB. (Nisan 2012). Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area. Erişim: 1 şubat 2013, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201204en.pdf>.
- Edison, Hali, N'Diaye, Papa, Faulkner-MacDonagh, Cris, Botman, Dennis ve Nakagawa, Shinobu. (2006). *Japan: Selected Issues (06/276)*. Washington: IMF.
- Ekanayake, E.M. (1999). "Exports and Economic Growth in Asian Developing Countries: Cointegration and Error-Correction Models". *Journal of Economic Development*, 24 (2), 43-56.
- Eller, Markus, Haiss, Peter ve Steiner, Katharina. (2005). *Foreign Direct Investment in the Financial Sector. The Engine of Growth for Central and Eastern Europe?* (69). Vienna: EuropaInstitut.
- Erasmus, Pierre. (2008). "Value Based Financial Performance Measure: An Evaluation of Relative and Incremental Information Content". *Corporate Ownership & Control*, 6 (1), 66-77.
- Ernst&Young. (2012). *Earnings Per Share*. Erişim: 22 Mart 2013, [http://www.ey.com/publication/vwluassetsdld/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012/\\$file/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012.pdf?OpenElement](http://www.ey.com/publication/vwluassetsdld/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012/$file/financialreportingdevelopments_bb2433_reinsurance_november2012.pdf?OpenElement)
- Ertuğrul, Murat. (2009). "Finansal Performans Ölęümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından İncelenmesi". *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (1), 19-46.
- Esmaeelzadeh, Sardar, Ahmedifard, Mohammad ve Boustani, Mehrdad. (2012). "Identifying the Factors Affecting the Cost of Capital and Determining an Appropriate Model for Calculating the Cost of Capital". *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2 (3), 2765-2772.

- European Commission. (2003). *The New SME Definition*. Brussels: Enterprise and Industry Publications.
- European Commission. (2004a). *Innovation management and Knowledge – Driven Economy*. Brussels: EC.
- European Commission. (2004b). *Innovation in Europe*. Luxembourg: European Communities.
- European Commission. (2011). Country Profile: Norway. Erişim: 16 Ocak 2013, <http://ec.europa.eu/research/innovation-union/pdf/competitiveness-report/2011/countries/norway.pdf>
- European Commission. (2012). SBA Fact Sheet (2010/2011). Erişim: 18 Aralık 2012, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2010-2011/spain_en.pdf.
- European Commission. (Mayıs 2007). *Observatory of European SMEs* (196). Erişim: 18 Ocak 2013, http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/flash_arch_207_192_en.htm
- Eurostat. (2009). *Proportion of Innovative Enterprises*. Erişim: 24 Ocak 2013, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php?title=File:Proportion_of_innovative_enterprises_which_introduced_products_new_to_the_market_or_own-developed_process_innovations_2008_%28%25_of_enterprises_within_size_class_or_total%29.png&filetimestamp=20111124101827
- Eurostat. (2011). *Key Figures on European Business With a Special Feature on SMEs*. Belgium: European Union.
- Evans, Matt H. (1999). *Creating Value through Financial Management*, Erişim: 20 Nisan 2013, <http://www.exinfm.com/training/course08.doc>.
- Fernandez, Roque B., Pernice, Sergio ve Streb, Jorge M., (Nisan 2007). Determinants of the Development of Corporate Bond Markets in Argentina: One Size Does Not Fit All (348). Erişim: 1 şubat 2013, <http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/348.pdf>
- FICCI. (2012). *Innovation Readiness of Indian SMEs – Issues and Challanges*. New Delhi.

- Financial Performance. (t.y.). Erişim: 2 Mart 2013, <http://www.businessdictionary.com/definition/financial-performance.html>
- Financial Performance. (t.y.). Erişim: 2 Mart 2013, <http://www.investopedia.com/terms/f/financialperformance.asp>
- Friedl, Gunther ve Kettenring, Tim. (2009). *A Note on the War of Metrics*. Erişim: 19 Nisan 2013, http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf.
- Friend, Irwin ve Hasbrouck, Joel. (1982). *Effect of Inflation on the Profitability and Valuations of U.S. Corporations (Rapor no: 3-81)*. Philadelphia: Rodney L. White Center for Financial Research.
- Gala, Vito d. ve Julio, Brandon. (2011). *Convergence in Corporate Investments*. Erişim: 3 Ocak 2013, London Business School Ağ Sitesi, http://faculty.london.edu/vgala/Gala_Julio_Micro.pdf
- Garriga, Judit Montoriol. (2006). *The Effect of Relationship Lending on Firm Performance*. Erişim: 27 Nisan 2013, <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2008/245.pdf>
- GDP. (t.y.). Erişim: 15 Kasım 2012, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
- Ghanbari, A.M. (2012). *EVA: An Appropriate Performance Measure*, Erişim: 3 Nisan 2013, http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/3722/1/11_chapter%202.pdf
- Gibson, Tom ve Van Der Vaart, H.J. (2008). *Defining SMEs: A Less Imperfect Way of Defining Small and Medium Enterprises in Developing Countries*. Brookings Global Economy and Development.
- Gildersleeve, Rich. (1999). *Winning Business*. Houston: Gulf Publishing Company.
- Gill, Amarjit, Biger, Nahum ve Mathur, Neil. (2012). “Determinants of Equity Share Prices Evidence from American Firms”. *International Research Journal of Finance and Economics*, (90), 176-192.
- Glossary. (t.y.). Erişim: 28 Nisan 2013: <http://ycharts.com/glossary>
- GNI per capita. (t.y.). Erişim: 19 Kasım 2012, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNP.PCAP.CD>

- Goddard, John, Tavakoli, Manouche ve Wilson, John O. S. (2005). “Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services: Evidence from a Dynamic Panel Model”. *Applied Financial Economics*, (15), 1269-1282.
- Government Of Canada. (Haziran 2011). *Canadian Small Business Exporters*. Erişim: 17 Ocak 2013, <http://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/eng/rd02590.html>
- Göğüş, Handan Sümer. (2010). “Ertelenmiş Vergi ve Muhasebeleştirilmesi”. *Mali Çözüm*, Eylül-Ekim, 13-30.
- Göğüş, Handan Sümer. (2011). “Ekonomik Katma Değer ve Hesaplanışı”. *Yönetim Dergisi*, 22 (69), 9-23.
- Göker, Orhan. (1996). *Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi: Teori ve Uygulama*. İstanbul: Atlantis İletişim.
- Granger, C.W.J. ve Newbold, P. (1974). “Spurious Regression in Edonometrics”. *Journal of Econometrics*, 2 (1974), 111-120.
- GrantThornton. (2012). *UFRS Öncelikli 20 Konu*. Erişim: 21 Mart 2013, http://www.gtturkey.com/UD_OBJS/IMAGES/BLTN/UFRS_öncelikli_20_konu.pdf
- Greenaway, David ve Kneller, Richard. (2007). “Firm Heterogeneity, Exporting and Foreign Direct Investment”. *The Economic Journal*, 117 (517), 17-51.
- Greene, William H. (2003). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- Greenhalgh, Christine ve Rogers, Mark. (2010). *Innovation, Intellectual Property and Economic Growth*. New Jersey: Princeton University Press.
- Gschwandtner, A. (2005). “Profit Persistence in the Very Long Run: Evidence from Survivors and Exiters”. *Applied Economics*, 37 (7), 793-806.
- Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Gupta, Praveen. (2005). “Defining Performance Measurement: A Growing Debate”. *Performance Measurement Association*, 4 (3), 6-7.
- Güner, Fatih M. (2008). Bir Stratejik Yönetim Modeli Olarak Balanced Scorecard. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (1), 247-265.
- Güngör, Bener ve Öz, Yaşar. (2007). “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi”. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (2), 319-332.

- Güvenek, Burcu ve Alptekin, Volkan. (2010). “Enerji Tüketimi ve Büyüme İlişkisi: OECD Ülkelerine İlişkin Bir Panel Veri Analizi”. *Enerji, Piyasa ve Düzenleme*, 1 (2), 172-193.
- Hagedoorn, John ve Cloudt, Myriam. “Measuring Innovative Performance: Is There an Advantage in Using Multiple Indicators?”. *Research Policy*, (32), 1365-1379.
- Hajiha, Zohreh ve Akhlaghi, Hassan Ali. (2011). “Ownership Structure and Debt Maturity Structure: An Empirical Study on Iranian Firms”. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 9 (6), 814-825.
- Hall, Bronwyn, Lotti, Francesca ve Mairesse, Jacques. (2009). “Innovation and productivity in SMEs: empirical evidence for Italy”. *Small Bus Econ*, 33, 13-33.
- Hall, Chris. (2007). “When the Dragon Awakes: Internalization Of SMEs in China and Implications for Europe”. *CISifo Forum*, 8 (2), 29-34.
- Halling, Michael, Stomper, Alexander ve Zechner, Jozef. (2005). “Capital Market-Oriented Financing Prospects for Austrian SMEs”. *Austrian Central Bank's Financial Stability Report*, (10), 83-94.
- Hamilton, Leslie ve Webster, Philip. (2009). *The International Business Environment*. Italy: Oxford University Press.
- Haner, Carolin. (2011). *SMEs in Turbulent Times – A Comparative Analysis Between Argentina, Brazil and European Countries*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Wiesbaden: University of Applied Sciences.
- Hansen, Gary S. ve Wernerfelt, Birger. (1989). “Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors”. *Strategic Management Journal*, 10 (5), 399-411.
- Hasani, Seyed Mojtaba ve Fathi, Zedollah. (2012). “Relation: Economic Value Added with Stock Market Value and Profitability Ratios”. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research on Business*, 4 (3), 406-415.
- Hausman A. J. (1978). “Specification Tests in Econometrics”. *Econometrica*, 46 (6), 1251-1271.
- Hayashi, Fumio. (1982). “Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50 (1), 213-224.
- HBS Uygulama Örneği. (t.y.). Erişim: 20 Mart 2013, <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DenetcininNotDefteri/UMS%2>

[033%20Hisse%20Ba%C5%9F%C4%B1na%20Kazan%C3%A7%20Uygulama%20%C3%96rne%C4%9Fi%20_2_.pdf](#)

- Heberer, Thomas, Kohl, Arno, Lai, Tuong ve Vin, Nguyen Duc. (1999). *Aspects of Private Sector Development in Vietnam (24/1999)*. Duisburg: Institute for East Asian Studies.
- Heidrick, Ted R. ve Keddle, Russel R. (2000). *Equity Financing Alternatives for Small Business: A Review of Best Practices in the United States*. Ottawa: Government of Canada.
- Hibbert, Edgar. (2001). The Globalization of Markets: How Can SMEs Compete?. Erişim: 12 Ocak 2013, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.9734&rep=rep1&type=pdf>
- Hill, Charles W.L. ve Jones, Gareth R. (2008). *Strategic Management: An Integrated Approach*. USA: Houghton Mifflin Company.
- Hitchner, James R. (2011). *Financial Valuation: Applications and Models*. Canada: John Wiley&Sons.
- Hobohm, Sarwar. (2001). “Small and Medium-Sized Enterprises in Economic Development: The UNIDO Experience”. *Journal of Economic Cooperation Among Islamic Countries*, 22 (1), 1-42.
- Hong, Sheue-Ching, Wey, Kwo-Dong ve Lin, Min-han. (Temmuz 2012). “The Effects of Stakeholders and Corporate Performance on Environmental Information Disclosure on Corporate Website” [Bildiri]. 2012 International Conference on Business and Information, Sapporo.
- Hoque, Mahfuzul, Akter, Mahmuda ve Shil, Nikhil Chandra. (2004). *Value-Based Measure: An Application of EVA in Small Manufacturing Company in Bangladesh*. Erişim: 16 Mart 2013, MPRA Ağ Sitesi, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7711/1/MPRA_paper_7711.pdf.
- Houghton, John ve Sheenan, Peter. (2000). *A Premier on the Knowledge Economy*. Victoria: Centre for Strategic Economic Studies.
- Hsu, Hsueh-En. (2007). *Boards of Directors and Audit Committees in Initial Public Offerings*. Ann Arbor: UMI.

- Hutcheson, Graeme D. ve Sofroniou, Nick. (1999). *The Multivariate Social Scientist*. London: SAGE Publications.
- IFC ve The State Securities Commission of Vietnam. (2010). *Corporate Governance Manual*. Hanoi: BACSON.
- IFC. (Ekim 2010). *Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World* (68734). Erişim: 28 Aralık 2012, <http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/bd1b060049585ef29e5abf19583b6d16/ScalingUp.pdf?MOD=AJPERES>
- IFC. (Ekim 2011). *SME Policy Guide*. Erişim: 10 Şubat 2013, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/Industry_EXT_Content/IFC_External_Corporate_Site/Industries/Financial+Markets/Publications/Toolkits/
- Im, Kyung Song, Pesaran, M. Hashem ve Shin, Yongcheol. (2003). “Testing for unit roots in heterogeneous panels”. *Journal of Econometrics*, 115 (2003), 54-73.
- INPHASE Software. (1998). *The Balanced Scorecard Information to Drive Performance*. Erişim: 26 Mart 2013, <http://www.inphase.com/>
- Intellectual Property. (t.y.). Erişim: 21 Nisan 2013: <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=mva>
- International Labour Office. (Mart 2007). *The Informal Economy (GB298)*. Erişim: 3 Aralık 2012, http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_norm/---relconf/documents/meetingdocument/wcms_gb_298_esp_4_en.pdf
- Internationalization Process. Piotr Pachura (Ed.). *The Economic Geography of Globalization* (ss. 165-184). Intech.
- Interpretation Note on Small and Medium Enterprises and Environmental and Social Risk Management. (2012). Erişim: 25 Kasım 2012, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/de7d92804a29ffe9ae04af8969adcc27/InterpretationNote_SME_2012.pdf?MOD=AJPERES
- Ionita, Ion, Popescu, Florin, Done, Ioan, Andrei, Jean, Matei, Mirela ve Subic, Jonel. (2009). “Quality - a Factor for Competitiveness Improvement for Small and Medium Enterprises”. *Economics annd Applied Informatics*, XV (2), 215-224.
- Iqbal, Muhammad Javed, Muneer, Saqip, Jahanzep, Agha ve Rehman, Saif. (2012). “A Critical Review of Capital Structure Theories”. *Information Management and Business Review*, 4 (11), 553-557.

- Isaksson, Anders, Hee Ng, Thiam ve Robyn, Ghislain. (2005). *Productivity in Developing Countries: Trends and Policies*. Vienna: UNIDO.
- ITC. (2009). *How to Access Trade Finance: A guide for exporting SMEs*. Geneva: International Trade Centre.
- Iversen, Eric. (2011). *Norwegian Small and Medium-Sized Enterprises and the Intellectual Property Right System*. Oslo: The Step Center for Innovation Policy.
- İlhan, İlhami. (2011). “‘6085 Sayılı Sayıştay Kanunu’nda Performans Denetimine İlişkin Olarak Yapılan Değişiklik Üzerine Değerlendirmeler”. *Dış Denetim*, (Ocak- Şubat-Mart 2011), 112-117.
- İme, Mustafa. (2010). “‘İşletmeleri Tümden Değerleme Yöntemleri’”. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 29 (2), 361-385.
- Jensen, Michael C. ve Meckling, William H. (1976). “‘Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure’”. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Johansson, Helena ve Orre, Luisa. (2008). *The link between corporate environmental performance and corporate financial performance-A study of Swedish firms*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Stockholm: School of Economics.
- Jovanovic, B. (1982). “‘Selection and Evolution of Industry’”. *Econometrica*, 50 (3), 649-670.
- JSBRI. (2011). *White Paper On Small and Medium Enterprises in Japan*. Tokyo: Ministry of Economy, Trade and Industry.
- Junior, Jose Luis Rossi ve Laham, Juliana. (2008). *The Impact of Hedging on Firm Value: Evidence from Brazil*. Erişim: 27 Mart 2013. City University of London Ağ sitesi, http://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0003/76926/Rossi-110.pdf
- Kabajeh, Majid, Nu’aimat, Said ve Dahmash, Firas. (2012). “‘The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices’”. *International Journal of Humanities and Social Sciences*, 2 (11), 115-120.
- Kakani, Ram Kumar, Saha, Biswatosh ve Reddy, V. N. (2001). *Determinants of Financial Performance of Indian Corporate Sector in the Post-Liberalization Era: An Exploratory Study* (5). NSE Research Initiative.

- Kaplan Schweser. (2008). *Free Cash Flow Valuation*. Erişim: 28 Nisan 2013, www.schweser.com/downloads/general/l2schwesernotes.pdf
- Kaplan, Robert S. (2010). *Conceptual Foundations of the Balanced Scorecard (10-074)*. Harvard: Harvard University.
- Kaplan, Robert S. ve Norton, David P. (1992). “The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance”. *Harvard Business Review* (January-February 1992), 71-79.
- Kaplan, Robert S. ve Norton, David P. (1996). “Linking the Balanced Scorecard to Strategy”. *California Management Review*, 39 (1), 53-79.
- Kaplan, Robert S. ve Norton, David P. (2001). “Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part II”. *Accounting Horizons*, 15 (2), 147-160.
- Karaduman, Hasan Ağan, Akbaş, Halil Emre, Özsözgün, Arzu ve Durer, Salih. (2010). “Effects of Working Capital Management on Profitability: The Case for Selected Companies in the Istanbul Stock Exchange (2005-2008)”. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2 (2), 47-54.
- Kaur, Harsh Vineet ve Singh, Sukhdev. (2013). “Working Capital Management and Profitability: An Empirical Analysis of Information Technology Sector in India”. *International Journal of Accounting and Financial Management Research (IJAFMR)*, 3 (1), 211-222.
- Kaviani, Meysam, Biabani, Shaer ve Azam, Soleimani. (2012). “Study of and Explain the Relationship between the Financial Leverage and New Performance Metrics (EVA, MVA, REVA SVA and CVA): Evidence from Automotive Industry Tehran Stock Exchange”. *Journal of Risk and Diversification*, 4 (2012), 10-16.
- KFW. (Kasım 2012). *SME Sector in Germany*. Erişim: 17 Aralık 2012, <https://www.kfw.de/migration/Weiterleitung-zur-Startseite/Homepage/KfW-Group/Research/PDF-Files/The-SME-sector-in-Germany.pdf>.
- Kiendrebeogo, Youssouf. (2012). *Export Activity and Productivity: New Evidence from the Egyptian Manufacturing Industry*. Erişim: 13 Ocak 2013. CERDI Ağ Sitesi, <http://www.cerdi.org/uploads/ed/2012/2012.20.pdf>
- King, Robert D. ve Levine, Ross. (1994). *Capital Fundamentalism, Economic Development and Economic Growth (1285)*. Washington: The World Bank.
- Kocaman, Berna. (2004). *Finansal Piyasalar*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Koçyiğit, Murat. (2009). “Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin q Oranı ile Ölçülmesi”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (4), 179-189.
- KOSGEB. (Nisan 2011). *2011-2013 KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı*. Erişim 10 Ocak 2013, http://www.sanayi.gov.tr/Files/Documents/KOSGEB_Katalog.pdf
- Krishnamurti, Chandrasekhar. (2009). The EVA Approach to Investing. S.R. Vishwanath ve Chandrasekhar Krishnamurti (Ed.). *Investment Management* (ss. 227-239). Berlin: Springer Verlag.
- Kubalı, Derya. (1998). *Performans Denetimi: Kavram, İlkeler, Metodoloji ve İlkeler*. Ankara: Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü.
- Kushnir, Khrystyna, Mirmulstein, Melina Laura ve Ramalho, Rita. (2010). *Micro, Small, and Medium Enterprises Around the World: How Many Are There, and What Affects the Count?*. Erişim: 1 Aralık 2012, <http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/9ae1dd80495860d6a482b519583b6d16/MSME-CI-AnalysisNote.pdf?MOD=AJPERES>
- Lai, Tok King. (2007). *Performance Measurement for a Logistics Services Provider to The Polymer Industry*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Nottingham: Nottingham University Business School.
- Latruffe, Laure. (2010). *Competitiveness, Productivity and Efficiency in the Agricultural and Agri-Food Sectors* (30). OECD Publishing.
- Lazaridis, Ioannis ve Tryfonidis, Dimitrios. (2006). *The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange*. Erişim: 4 Mayıs 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931591
- Lee, Jim. (2009). “Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms”. *International Journal of the Economics of Business*, 16 (2), 189-203.
- Lengyel, Imre (2003). “Programming for Economic and Enterprise Development in the Southern Great Plain”. Imre Lengyel (Ed.). *Knowledge Transfer, Small and Medium-Sized Enterprises and Regional Development in Hungary* (161-179). Szeged: JADEPress.
- Levin, Andrew, Lin, Chien-Fu ve Chu, Chia Shang-James. (2002). “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-sample Properties”. *Journal of Econometrics*, 108 (2002), 1-24.

- Lindenberg, E.B. and Ross, S.A. (1981). "Tobin's q Ratio and Industrial Organization". *Journal of Business*, 54 (1), 1-32.
- Maddala G.S. ve Wu, Shaowen. (1999). "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and a New Sample Test". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61 (S1), 631-652.
- Majumdar, Sumit K. (1997). "The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India". *Review of Industrial Organization*, (12), 231-241.
- Malik, Muhammad Farhan, Qureshi, Muhammad Usman ve Azeem, Muhammad. (2012). "Determination of Share Price: Evidence from Karachi Stock Exchange". *The Romanian Economic Journal*, 15 (43), 97-114.
- Maliye Bakanlığı. (t.y.). Stratejik Yönetim Temel Kavramlar Kılavuzu. Erişim: 28 Şubat 2013, <http://www.sgb.gov.tr/StratejikPlan>
- Mark, Katharine ve Nayyar-Stone, Ritu. (Nisan 2002). "Assessing the Benefits of Performance Management in Eastern Europe: Experience in Hungary, Albania, and Georgia" [Bildiri]. NISPAcee Annual Conference, Cracow.
- Mathuva, David M. (2010). "The Influence of Working Capital Management on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms". *Research Journal of Business Management*, 4 (1), 1-11.
- McKaskill, Tom. (2009). *Raising Angel & Venture Capital Finance - An Entrepreneur's Guide to Securing Venture Finance*. Melbourne: Breakthrough Publications.
- Miller, John. (2005). "A Practical Guide to Performance Measurement". *Journal of Corporate Accounting&Finance*, 16 (4), 71-75.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*, XLVIII (3), 261-297.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Moers, Frank. (2000). *Financial and Non-financial Performance Measures and Managerial Short-Term Orientation: The Interactive Effect of Performance*

- Targets*. Erişim: 2 Mayıs 2013, University of Maastricht Ağ Sitesi: <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=526>.
- Mohamad, Noe Edi ve Saad, Noriza. (2010). “Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia”. *International Journal of Business Mangement*, 5 (11), 140-147.
- Mondal, Ali Saheb ve Imran, Muhammad. (2011). Determinants of Stock Price: A Case Study on Dhaka Stock Exchange. Erişim: 25 Nisan 2013, <http://www.wbiconpro.com/337-Saheb.pdf>.
- Montgomery, Douglas C. ve Runger George C. (2011). *Applied Statistics and Probability for Engineers*. USA: John Wiley&Sons.
- Morris, Davis A. (2012). *GDP and Inflation*. Erişim: 23 Aralık 2012, Cambridge University Ağ Sitesi, http://assets.cambridge.org/97805217/62472/excerpt/9780521762472_excerpt.pdf
- Mourougane, Annabelle. (2012). *Promoting SME Development in Indonesia* (72). OECD.
- MSME Country Indicators. (t.y.). Erişim: 9 Kasım 2012, http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/industry_ext_content/ifc_external_corporate_site/industries/financial+markets/msme+finance/sme+banking/msme-countryindicators
- Mule, Robert Kisavi, Mukras, M.S. ve Oginda, Moses. (2013). “Ownership Concentration and Financial Performance of Listed Firms in Kenya: An Econometric Analysis Using Panel Data”. *European Scientific Journal*, 9 (28), 194-211.
- Myers, Stewart C. (1984). “The Capital Structure Puzzle”. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, Stewart C. ve Majluf, Nicolas S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informaton Investors Do Not Have* (1396). Cambridge: NBER.
- National Credit Regulator. (2011). *Literature Review of Small and Medum Enterprises' Access to Credit and Support in South Africa*. Pretoria: Underhill Corporate Solutions.

- Nazir, Mian Sajid ve Afza, Talat. (2009). “Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan”. *The Icfai Journal of Applied Finance*, 15 (4), 28-38.
- New York State. (2003). *Project Management Guidebook*. New York: New York State Office For Technology.
- Ni, John C.I. ve Chang, Wen-Hung. (2004). *Characteristics, Skills and Behaviours of Entrepreneurs: The Strength and Weakness of Taiwanese SMEs*. Erişim: 25 Kasım 2012, University of Central Arkansas Ağ Sitesi: <http://www.sbaer.uca.edu/research/icsb/1998/66.pdf>
- Nielsen, Lyng. (2011). *Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done (WP/11/31)*. International Monetary Fund.
- Nirmala, P.S., Sanju, P.S. ve Ramachandran, M. (2011). “Determinants of Share Prices in India”. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences (JETEMS)*, 2 (2), 124-130.
- Noland, Marcus, Park, Donghyun ve Estrada, Gemma. (2012). *Developing the Services Sector as Engine of Growth for Asia: An Overview (WP 12-18)*. Washington: Asian Development Bank.
- Notta, Ourania, Vlachvei, Aspasia ve Samathrakakis, Vagis. (2010). “Competitiveness- the Case of Greek Food Manufacturing Firms”. *International Journal of Arts and Science*, 3 (7), 211-225.
- Nunes, Paulo Maças, Viveiros, Ana ve Serrasquero, Zelia. (2012). “Are the Determinants of Young SME Profitability Different? Empirical Analysis Using Dynamic Estimators”. *Journal of Business Economics and Management*, 13 (3), 443-470.
- OECD. (2006). *The SME Financing Gap*. OECD.
- OECD. (2007). *Innovation and Growth*. OECD.
- OECD. (2008a). *Science, Technology and Industry Outlook*. OECD.
- OECD. (2008b). *Removing Barriers to SME Access to International Markets*. OECD.
- OECD. (2010). *SMEs, Entrepreneurship and Innovation*. OECD.
- OECD. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. OECD.

- Okuyan, Aydın ve Taşçı, Mehmet. (2010). “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’nin En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 4 (1), 105-120.
- Olivier, Anna Maryns. (2011). *A Value-Based Investment Selection Framework for Platinum Shares on the JSE (Ltd)*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Potschefstroom: North-West University.
- Ortega-Argiles, Raquel, Piva, Mariacristina ve Vivarelli, Marco. (2011). *Productivity Gains from R&D Investment: Are High-Tech Sectors Still Ahead?* (5975), Institute for the Study of Labor.
- Oseni, Jimoh Ezekiel. (2009). *Determinants of Stock Prices in the Capital Market*. Erişim: 23 Nisan 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326912
- Otley, David (2002). “Measuring Performance: The Accounting Perspective”. Andy Neely (Ed.). *Business Performance Measurement: Theory and Practice* (ss. 3-21). Cambridge: Cambridge University Press.
- Ottaviano, Gianmarco ve Martincus, Christian Volpe. (Eylül 2009). *SMEs in Argentina. Who Are the Exporters?* (283), http://www.dagliano.unimi.it/media/WP2009_283.pdf
- Önal, Yıldırım Beyazıt ve Karadeniz, Erdinç. (2004). “Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB’ye Kote Bit Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama”. *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15 (2) , 139-157.
- Özer, M. Akif. (2009). “Performans Yönetimi Uygulamalarında Performansın Ölçümü ve Yönetimi”. *Sayıştay Dergisi*, (73), 3-29.
- Özkan, Azzem. (2009). “TMS 12 Gelir Vergisi Standartlarına Göre Ertelenmiş Vergiler ve Muhasebe Uygulamaları”. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, (32), 97-112.
- Öztürk, Ümit. (2009). *Performans Yönetimi*. İstanbul: Alfa Basım Yayım.
- Pandey, Adya Prasad ve Shivesh (2007). *Indian SMEs and Their Uniqueness in the Country*. Erişim: 27 Aralık 2012, MPRA Ağ Sitesi, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6086/>
- Parasız, İlker. (2011). *Türkiye ve Dünya’da Bankacılık*. İstanbul: Ezgi Kitabevi.

- Pearson Education. (t.y.) *Financial Management of Small and Medium Enterprises*.
Erişim: 30 Ocak 2013,
<http://wps.prenhall.com/wps/media/objects/462/473420/ch22.pdf>.
- Pepryn, Ales ve Kubickova, Lea (2011). Evaluation Success Models of SMEs in the
Pereira, Elodie ve Villaume, Sophie, (Ekim 2012). “Do small and medium-sized
enterprises (SMEs) have a specific economic climate?” [Bildiri]. 31st CIRET
Conference, Vienna.
- Performance. (t.y.). Erişim: 26 Şubat 2013,
<http://www.investorwords.com/3665/performance.html>
- Performans. (t.y.). Erişim: 23 Şubat 2013,
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.51a757cab6ea25.95829172
- Petrescu, Silvia-Melania. (2009). “Value Creation as a Valuation Method of a Listed
Company”. *Lucrări Ştiinţifice*, 52, 569-574.
- Pinto, Jerald E., Henry, Elaine, Robinson, Thomas R. ve Stowe, John D. (2010). *Equity
Asset Valuation*. New Jersey: John&Wiley Sons.
- Prasetyantoko, Agustinus ve Rachmadi, Parmono. (2008). *Determinants of Corporate
Performance of Listed Companies in Indonesia*. Erişim: 6 Mayıs 2013, MPRA
Ağ Sitesi, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6777/1/Jurnal_UI.pdf
- Prokopenko, Joseph. (1992). *Productivity Management*. Geneva: International Labour
Office.
- Quek, Edmund. (2011). *Economies of Scale and Size of a Firm*. Erişim: 29 Kasım 2012,
Economics Cafe Ağ Sitesi: <http://www.economicscafe.com.sg/economics-lecture-notes-chapter-7>
- Raheman, Abdul ve Nasr, Mohamed. (2007). “Working Capital Management and
Profitability-Case of Pakistani Firms”. *International Review of Business
Research Papers*, 3 (1), 279-300.
- Ramadan, Abdulhadi H. (2009). *Determinants of Capital Structure and Firm’s Financial
Performance: An Application on the UK Capital Market*. (Yayımlanmamış
Doktora Tezi). Surrey: University of Surrey.

- Rani, Rekha. (t.y.). *Lease Financing, Hire-Purchase and Factoring*. Erişim: 30 Ocak 2013, University of Delhi Ağ Sitesi: http://www.du.ac.in/fileadmin/DU/Academics/course_material/EP_15.pdf.
- Rappaport, Alfred. (2008). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. Free Press.
- Reed, Robert W. ve Ye, Haichun. (2011). “Which Panel Data Estimator Should I Use?”. *Applied Economics*, (45), 985-1000.
- Reid, R. Dan ve Sanders, Nada R. (2005). *Operations Management: An Integrated Approach*. John Wiley.
- Reilly, Frenk K. (1997). “The Impact of Inflation on ROE, Growth and Stock Prices”. *Financial Services Review*, 6 (1), 1-17.
- Retallack, Simon. (2012). A Transformational Energy Efficiency Program for SMEs in Mexico. Erişim: 4 Ocak 2013, <http://www.cmic.org/comisiones/sectoriales/medioambiente/Varios/The%20green%20expo%202012/Energ%C3%ADa/presentaciones/26sept/12.transforming.pdf>
- Robson, Stephanie ve Haigh, Grey. (2008). “First Findings from the UK Innovation Survey 2007”. *Economic&Labour Market Review*, 2 (4), 47-53.
- Roger CPA Review. (t.y.). *Earnings Per Share*. Erişim: 19 Mart 2013, http://www.rogercpareview.com/media/PDF/Earnings_Per_Share.pdf
- Roll, Richard ve Weston, J. Fred. (2008). *Average and Marginal Tobin's q as Indicators of Future Growth Opportunities, Expected Return, and Risk*. Erişim: 30 Nisan 2013, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.145.8174&rep=rep1&type=pdf>.
- Rosli, M. Mohd. (2011). “Determinants of Small and Medium Enterprises Performance in the Malaysian Auto-parts Industry”. *African Journal of Business Management*, 5 (20), 8235-8241.
- Ruis, Arjan, Van Stel, Andre, Tsamis, Achilleas, Verhoeven, Wim ve Whittle, Mark. (Mart 2009). *Cyclicalıty of SME Finance*. Zoetermeer: European Commission.

- Safarova, Yana. (2010). *Factors That Determine Firm Performance of New Zealand Listed Companies*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Auckland: Auckland University of Technology.
- Safdari, Mahdi, Mahmoodi, Majid ve Mahmoodi, Elahe. (2011). “The Causality Relationship between Export and Economic Growth in Asian Developing Countries”. *American Journal of Scientific Research*, (25), 40-45.
- Sayılgan, Güven ve Doğan, Mustafa. (2005). “Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?”. *Bankacılar Dergisi*, 52, 28-38.
- Sayıştay. (2003). *Sayıştayın Performans Ölçümüne İlişkin Ön Araştırma Raporu*. Ankara: Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü.
- Scarborough, Norman. (2011). *Sources of Financing: Debt and Equity*. Erişim: 2 Şubat 2013, <http://www.usheproduction.com/design/8020/downloads/4a.pdf>.
- Schmiemann, Manfred. (2008). *Enterprises by size class - overview of SMEs in the EU (31/2008)*. Luxembourg: Eurostat.
- Schneider, Friedrich ve Buehn, Andreas, (2009). “Shadow Economies and Corruption All Over the World: Revised Estimates for 120 Countries”. *Economics E-Journal*, 1 (1), 1-54. Erişim: 5 Aralık 2012, <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2007-9>
- Schuster, Peter ve Jameson, Mel. (2003). “The Past Performance and Future Value of Companies”. *Management Accounting Quarterly*, 4 (4), 41-52.
- SEADI. (2012). *Helping Small and Medium Sized Enterprises to Realize the Full Benefits of the ASEAN Economic Community*. Erişim: 7 Ocak 2013, <http://www.seadiproject.com/post/events-news/seadi-news/seminars-and-conferences/helping-small-and-medium-sized-enterprises-to-realize-the-full-benefits-of-the-asean-economic-community/>
- Senderovitz, Martin. (2009). “How are SMEs defined in current research?” [Bildiri]. L.M. Gillin. (Ed.). *Regional Frontiers of Entrepreneurship Research*, February 2009, (ss. 983-997), Melbourne: Swinburne University of Technology.
- Serrasqueiro, Zelia. (2009). “Growth and Profitability in Portuguese Companies: A Dynamic Pnael Data Approach”. *Economic Interferences*, XI (26), 565-573.
- Sevilengül, Orhan. (2005). *Genel Muhasebe*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- Sevüktekin, Mustafa ve Nargeleçekenler, Mehmet. (2010). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Sharma, A.K. ve Kumar, Satish. (2012). “EVA versus Conventional Performance Measures: Empirical Evidence From India”. [Bildiri]. Jake Zu ve Wali I. Mondal (Ed.). *ASBBS 19th Annual Conference*, 2012, (ss. 804-815). Las Vegas: ASBSS.
- Shil, Nikhil Chandra. (2009). “Performance Measures: An Application of Economic Value Added”. *International Journal of Business and Management*, 4 (3), 169-177.
- Singhal, Vinod R. (2005). *Excess Inventory and Long-Term Stock Price Performance*. Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2013, Northwestern University Ağ Sitesi, http://www.kellogg.northwestern.edu/research/operations/images/singhal_paper.pdf
- SME. (t.y). Erişim: 26 Kasım 2012, <http://sbinfoCanada.about.com/od/businessinfo/g/SME.htm>
- SME Chamber Of India. (t.y.). *Empowering SMEs for Global Competitiveness*. Erişim: 3 Ocak 2013, <http://www.hcindia-au.org/pdf/SME%20Chamber%20of%20India%20-%20Profile.pdf>
- SME Statistics in Russia. (t.y.). Erişim: 19 Kasım 2012, <http://www.rcsme.ru/eng/common/totals.asp>
- Soltes, Vincent ve Soltes, Michal. (2002). “Application of the Economic Value Added Model on Determination of the Value of the Business”. *Club of Economics in Miskolc*, 1, 47-50.
- Spies, Charles J. ve Agnew, Timothy P. (2003). *A Primer on Venture Capital in Maine*. Augusta: Finance Authority of Maine.
- Stein, Peer, Goland, Tony ve Schiff, Robert. (Ekim 2010). *Two Trillion and Counting*. Erişim: 3 Aralık 2012, <http://www.mspartners.org/download/TwoTrillion.pdf>
- Stern, Richard ve Loeprick, Jan. (Eylül 2007). *Small Business Taxation: Is This the Key to Formalization?*. Erişim: 3 Aralık 2012 <http://www.businessenvironment.org/dyn/be/docs/159/Coolidge.pdf>
- Subbotina, Tatiana ve Sheram, Katherina. (2000). *Beyond Economic Growth*. Washington: World Bank Publications.

- Şahin, Osman. (2011). “KOBİ’lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler”. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (14), 183-200.
- Tambunan, Tulus T.H. (2010). *Impact of Global Economic Crisis on Exports of SMEs in Asian Developing Countries*, Erişim: 15 Ocak 2013, GlobalTradeNet Ağ Sitesi, <http://www.globaltrade.net/f/market-research/pdf/Indonesia/Forestry-Logging-Wood-Work-Furniture-Paper-Furniture-IMPACT-OF-GLOBAL-ECONOMIC-CRISIS-ON-EXPORTS-OF-SME-IN.html>
- TCMB. (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Ankara: Banknot Matbaası.
- TCMB. (Mayıs 2012). *Finansal İstikrar Raporu* (14). Erişim: 19 Şubat 2013, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/finist14.php>
- The Ministry For Economic Development Of The Russian Federation, (Mayıs 2011). *The SME Sector Progress in Russia is a Pavestone in the Road to APEC Summit – 2012* [Bildiri]. 32nd Small and Medium Enterprises Working Group, Big Sky, USA.
- The World Bank Group. (2010). *Investing Across Borders*. Washington.
- TMSK. (2007). *Türkiye Muhasebe Standartları*. İstanbul: Fersa Matbaası.
- Tobin, James. (1969). “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.
- TurkStat. (Ekim 2012). *Small and Medium Enterprises Statistics, 2011* (13144). Erişim: 7 Kasım 2012, <http://www.turkstat.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=13144>
- TÜİK. (Ağustos 2012a). *Girişim Özelliklerine Göre Dış Ticaret İstatistikleri, 2011* (13141). Erişim: 14 Ocak 2013, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=13141>
- TÜİK. (Eylül 2012b). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri* (13146), Erişim: 25 Ocak 2013, <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=13146>
- U.S. Department Of Commerce. (Ocak 2012). *The Competitiveness and Innovative Capacity of United States*. Erişim: 22 Ocak 2013, http://www.commerce.gov/sites/default/files/documents/2012/january/competes_010511_0.pdf

- Uchida, Shigeru ve Ahmed, Sarwar Uddin. (2004). “The Role of Relationship Banking on the Performance of Japanese Firms: An Empirical Study on Small and Medium Enterprises”, *Annual Review of Southeast Asian Studies*, XLVI, 13-21.
- UIS. (Ağustos 2011). Global Investments in R&D (15). Erişim: 10 Ocak 2013, http://www.uis.unesco.org/FactSheets/Documents/fs15_2011-investments-en.pdf
- UK National Audit Office. (1997). *Performans Ölçümü ve Performans Denetimi*. (Sayıştay). Ankara: Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü. (1995).
- UK National Audit Office. (2001). *Performans Ölçümü: Performans Denetiminde Araştırılması Gerekenler*. (Çev. C. Suat Aral). Ankara: Sayıştay Yayın İşleri Müdürlüğü. (1998).
- UNCTAD Secretariat. (2005). “General Concepts of Competitiveness” [Bildiri]. Carlos Fortin. (Ed.). *Improving the Competitiveness of SMEs Through Enhancing Productive Capacity*, February 2005, (ss. 3-25), United Nations.
- UNESCAP. (t.y.). Erişim: 8 Ocak 2013, http://www.unescap.org/tid/publication/tipub2540_chap1.pdf
- UNIDO. (2002). Corporate Social Responsibility. Austria: UNIDO.
- USITC. (2010). *Small and Medium-Sized Enterprises: U.S. and EU Export Activities and Barriers and Opportunities Experienced by U.S. Firms*. Washington: USITC Publications.
- Uwuigbe, Uwalomwa, Olusegun, Olowe ve Goswill, Agu. (2012). “An Assessment of the Determinants of Share Price in Nigeria: A Study of Selected Listed Firms”. *Economica*, 8 (6), 78-88.
- Uyargil, Cavide. (2008). *İşletmelerde Performans Yönetimi Sistemi*. İstanbul: Arıkan Basım Yayın.
- Ülkü, Hülya. (Eylül 2004). R&D, Innovation and Economic Growth: An Empirical Analysis (185). Erişim: 23 Ocak 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04185.pdf>
- Ünal, Işıl. (1989). “Verimliliğin Önemi ve Eğitim ile İlişkisi”. *A.Ü. Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*, 22 (1-2), 435-442.
- Ünal, Kerim. (Kasım 2009). “Public Sector Performance In Turkey” [Bildiri]. International Conference on Administrative Development, Riyadh.

- Veugelers, R. (2008). “The Role of SMEs in Innovation in the EU?: A Case for Policy Intervention”. *Review of Business and Economics*, LIII (3), 239-262.
- Wang, Songtao, Chan, Su Han ve Xu, Bohua. (2012). “The Estimation and Determinants of the Price Elasticity of Housing Supply: Evidence from China”. *JRER*, 34 (3), 311-344.
- Warren, Anthony ve Susman, Gerald. (2002). *Review of Innovation Practices in Small Manufacturing Companies*. Erişim: 18 Ocak 2013, <http://www.smeal.psu.edu/fcfe/fcfe/more/white/innovation.pdf>
- Wibowo, Pratiwi Putri ve Berasetegui, Ruben Garcia. (2008). *The Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) with Reported Earnings: An Empirical Research of 40 Listed Companies in Indonesian Exchange for the Year 2004-2007*. Erişim: 23 Nisan 2013: <http://eprints.binus.ac.id/6548/>
- Wolfe, Joseph ve Sauaia, Antonio Carlos Aidar. (2003). “The Tobin q as a Company Performance Indicator”. *Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 30 (2003), 155-159.
- WTO. (2012). *International Trade Statistics*. Switzerland: WTO Publications.
- Wu, Donglin. (2009). *Measuring Performance in Small and Medium Enterprises in the Information & Communication Technology Industries*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Australia: RMIT University.
- Xie, Sujuan, Guo, Liang ve King, Lawrence. (2009). “Political Connection and Financial Performance: Evidence from Chinese Small and Medium Enterprises” [Bildiri]. Johan Braet (Ed.). *The Proceedings of the 4th European Conference on Entrepreneurship and Innovation*, (ss. 590-602). Reading: Academic Publishing Limited.
- Xu, Xiaofei ve Liu, Xiaofeng. (Aralık 2011). *Enterprise Collaboration and Interoperability in China: Barriers and Challenges*. Harbin: COIN.
- Yalçın, Neşe, Bayrakdaroğlu, Ali ve Kahraman, Cengiz. (2012). “Application of fuzzy multi-criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries”. *Expert Systems With Applications*, (39), 350-364.

- Yang, Junsong. (Nisan 2009). *Small and Medium Enterprises (SMEs) Adjustment to Information Technology (IT) in Trade Facilitation: The South Korean Experience* (61). Erişim: 17 Ocak 2013, <http://www.unescap.org/tid/artnet/pub/wp6109.pdf>
- Yede, Huang ve Longbo, Du. (2010). “Evaluation of Performance of Listed Companies Using Factor Analysis” [Bildiri]. Joseph Kam Hung, Plum-Blossom Zhao ve Zhang Wei (Ed.). *2010 International Conference on Regional Management Science and Engineering*, 2010, (ss. 711-715). Melbourne: St. Plum-Blossom Press.
- Yeni, Coşkun. (2005). *Bankacılık ve Finans Sözlüğü*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Yenice, Ebru. (2007). “Performans Ölçümünde Karşılaşılan Sorunlar ve Kurumsal Karne (Balanced Scorecard) Yaklaşımı”. *Bütçe Dünyası*, 2 (25), 95-100.
- Yıldız, M. Selami, Karagöz, Yalçın ve Mesci, Muammer. (2010). “Performans Değerlendirme ve Süreç Yönetim Aracı Balanced Scorecard’ın Boyutlarına Katılım Düzeyi: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (3), 1-22.
- Yılğör, Ayşe Gül. (2005). “İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün Ölçülmesi: İMKB 100 Örneği”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 60 (1), 225-248.
- Yükçü, Süleyman ve Atağan, Gülşah. (2010). “TOPSİS Yöntemine Göre Performans Değerleme”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (45), 28-35.
- Yükçü, Süleyman ve Atağan, Gülşah. (2009). “Etkinlik, Etkililik ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Karışıklık”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23 (4), 1-13.
- Yüksel, Aycan. (2011). Türkiye’de KOBİ’lerin Banka Kredilerine Erişimi. Ankara: DPT Yayınları.
- Zavatta, Robert. (2008). *Financing Technology Entrepreneurs and SMEs in Developing Countries*. Washington: Information for Development Program.

EK 1 (Ekonometrik Analiz Veri Setine Dahil Edilen KOBİ'ler ve BIST İşlem Kodları) :

1-AKSUE (AKSU ENERJİ VE TİCARET A.Ş.)

2-AYCES (ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLER A.Ş.)

3-ANELT (ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

4-AVTUR (AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER YATIRIMLAR A.Ş.)

5-BRMEN (BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMESİ A.Ş.)

6-BROVA (BOROVA YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.)

7-BURCE (BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.)

8-BURVA (BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

9-DOGUB (DOĞUSAN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

10-ERSU (ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.)

11-FVORI (FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.)

12-FRIGO (FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

13-FMIZP (FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.)

14-HZNDR (HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİİ A.Ş.)

15-IHMAD (İHLAS MADENCİLİK A.Ş.)

16-KRSTL (KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.)

17-LUKSK (LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.)

18-LINK (LİNK BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ YAZILIMI VE DONANIMI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

19-MAALT (MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.)

20-PKART (PLASTİKKART AKILLI KART İLETİŞİM SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

21-PKENT (PETROKENT TURİZM A.Ş.)

22-SERVE (SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.)

23-SONME (SÖNMEZ FİLAMANT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.)

24-SNPAM (SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.)

25-TEKTU (TEK-ART İNŞAAT TİCARET TURİZM SANAYİ VE YATIRIMLAR A.Ş.)

26-TRCAS (TURCAS PETROL A.Ş.)

27-UCAK (USAŞ UÇAK SERVİSİ A.Ş.)

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	N. Savaş Demirci
Doğum Yeri ve Tarihi	Kars – 29.05.1983
Eğitim Durumu	
Lise Öğrenimi	Erzurum Fen Lisesi - Kars Alpaslan Lisesi (1998-2001)
Lisans Öğrenimi	İstanbul Üniversitesi İşletme (İngilizce) - 2006
Y. Lisans Öğrenimi	Kafkas Üniversitesi - 2009
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
İş Deneyimi	
Çalıştığı Kurumlar	Kafkas Üniversitesi İ.İ.B.F. (2006- ...)
İletişim	
E-Posta Adresi	n.savas.demirci@gmail.com
Tarih	1.11.2013