



MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN

ŞİRKET PERFORMANSI

ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ezgi SEYHAN SAYLAM

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 2018

**MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN ŞİRKET
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Ezgi SEYHAN SAYLAM

**T.C.
Eskişehir Osmangazi Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İşletme Anabilim Dalı
İşletme Bilim Dalı
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Eskişehir
2018**

T.C.
ESKİŞEHİR OSMANGAZI ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTİSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Ezgi SEYHAN SAYLAM tarafından hazırlanan “Makroekonomik Değişkenlerin Şirket Performansı Üzerindeki Etkileri” başlıklı bu çalışma 09.10.2018 tarihinde Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddesi uyarınca yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak, Jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan Dr.Öğr. Üyesi Özlem SAYILIR

Üye Prof Dr. Abdullah YALAMAN

(Danışman)

Üye Doç.Dr. Arzum ERKEN ÇELİK

ONAY
.../ .../ 2018

Prof. Dr. Nurullah UÇKUN
Enstitü Müdürü

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi hükümlerine göre hazırlandığını; bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Eskişehir Osmangazi Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla taranmasını kabul ettiğimi ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim. Yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması halinde ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Ezgi SEYHAN SAYLAM



ÖZET

MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

SEYHAN SAYLAM, Ezgi

Yüksek Lisans-2018

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Abdullah Yalaman

Bu tezde makroekonomik değişkenlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkileri 2000-2016 dönemine ait 28 farklı ülke için panel veri regresyonu yöntemi ile test edilmiştir. Her bir ülke için 7 ve 28 ülke için toplamda 196 farklı makroekonomik değişken oluşturulurken, her şirket için 3 ve 1237 şirket için toplamda 3711 adet firmaya özgü performans kriteri analize dâhil edilmiştir. 26 farklı panel grubuna ait toplamda 78 farklı tahmin modeli oluşturulmuştur. Tezde ayrıca ülkelerin gelişmişlik düzeyinin, coğrafi kümelenmelerinin ya da her bir ülkenin kendine özgü sosyo-ekonomik farklılıklarının makroekonomik değişkenlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkilerini değiştirip değiştirmediği analiz edilmiştir. Bu kapsamda bu tezin ampirik bulguları makro ekonomik faktörlerin şirket performans kriterleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca makroekonomik faktörlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkileri ülkelerin gelişmişlik düzeyine, coğrafi kümelenmelerine ve her ülkenin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar göstermektedir. Bu kapsamda tüm ülkeleri temsil edecek tek bir ekonometrik model ile firma performansı ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanması mümkün değildir. Bu bulgular şirket performansını artırmaya yönelik alınan kararlarda şirket yöneticilerine yol gösterebilmektir.

Anahtar Kelimeler: Şirket performansı, makroekonomik değişkenler, panel veri regresyonu

ABSTRACT

THE EFFECTS OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE FIRM PERFORMANCE

SEYHAN SAYLAM, Ezgi

Master's Degree-2018

Department of Business Administration

Advisor: Prof. Dr. Abdullah Yalaman

The thesis investigates the effects of macroeconomic variables on the firm performance by using panel data regression method for 28 different countries belonging to the period 2000-2016. For each country 7 and a total of 196 different macroeconomic variables for 28 countries were created, also for each company 3 and a total of 3711 company-specific performance criteria for 1237 companies included in the analysis. A total of 78 different estimation models were created for 26 different panel groups. The thesis also analyzes whether the level of development, geographical clusters or the specific socio-economic disparities of each country effects these relationship. The empirical findings of this thesis show that macroeconomic factors have a statistically significant effect on firm performance criteria. Moreover, the effects of macroeconomic factors on the performance criteria of firms vary significantly according to the level of development, geographical clusters and the specific socio-economic conditions of each country. In this context, it is not possible to explain the relationship between firm performance and macroeconomic variables with a single econometric model to represent all countries. These findings are to guide the company managers in the decisions making process which increase the company performance.

Keywords: Firm performance, macroeconomic variables, panel data regression

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR.....	ix
ÖNSÖZ.....	x
GİRİŞ.....	1
1.LİTERATÜR.....	3
2.YÖNTEM VE AMPİRİK BULGULAR.....	11
3.SONUÇ VE ÖNERİLER.....	78
KAYNAKÇA.....	82

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Ülkelerin Sınıflandırılması.....	15
Tablo 2: Panel-1'deki Tüm Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	16
Tablo 3a: Panel-2'deki Sadece Gelişmiş Olan Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	18
Tablo 3b: Panel-3'teki Sadece Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	20
Tablo 4a: Panel-4'teki Gelişmiş Olan Ve Amerika Coğrafyasında Bulunan Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	23
Tablo 4b: Panel-5'teki Gelişmiş Olan Avrupa-Orta Doğu Coğrafyasında Bulunan Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	26
Tablo 4c: Panel-6'daki Gelişmiş Olan Asya-Pasifik Coğrafyasında Bulunan Ülkeler İçin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	29
Tablo 4d: Panel-7'deki Gelişmekte Olan Ve Amerika Coğrafyasında Bulunan Ülkelerin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	31
Tablo 4e: Panel-8'deki Gelişmekte Olan Ve Avrupa-Orta Doğu Coğrafyasında Bulunan Ülkelerin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	33
Tablo 4f: Panel-9'daki Gelişmekte Olan Asya-Pasifik Coğrafyasında Bulunan Ülkelerin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	36
Tablo 4g: Panel-10'daki Amerika Coğrafyasında Bulunan Kıta Ülkeler'in Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	39
Tablo 4h: Panel-11'deki Avrupa-Orta Doğu Coğrafyasında Bulunan Kıta Ülkeler'in Ülkelerin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	42
Tablo 4i: Panel-12'deki Asya-Pasifik Coğrafyasında Bulunan Kıta Ülkeler'in Ülkelerin Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	45
Tablo 5a: Panel-13'teki Sadece Türkiye'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	48
Tablo 5b: Panel-14'teki Sadece Fransa'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	50
Tablo 5c: Panel-15'teki Sadece İngiltere'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	52
Tablo 5d: Panel-16'daki Sadece Japonya'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	55

Tablo 5e: Panel-17'deki Sadece İsviçre'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	58
Tablo 5f: Panel-18'deki Sadece Hollanda'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	60
Tablo 5g: Panel-19'deki Sadece Finlandiya'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	62
Tablo 5h: Panel-20'deki Sadece İsveç'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	64
Tablo 5i: Panel-21'deki Sadece Portekiz'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	66
Tablo 5j: Panel-22'deki Sadece Avustralya'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	68
Tablo 5k: Panel-23'teki Sadece Meksika'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	70
Tablo 5l: Panel-24'teki Sadece Macaristan'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	72
Tablo 5m: Panel-25'teki Sadece Yunanistan'daki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	74
Tablo 5n: Panel-26'deki Sadece Şili'deki Firmaların Panel Regresyon Tahmin Sonuçları.....	76

KISALTMALAR

BİST	: Borsa İstanbul
CA	: Cari Açık
EVA	: Ekonomik Katma Değer
EX	: Döviz Kuru
GD	: Kamu Açığı
GR	: Büyüme
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
INF	: Enflasyon
IR	: Faiz Oranı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ROA	: Aktif Karlılık
ROE	: Özsermaye Karlılığı
ROS	: Satışların Karlılığı
UN	: İşsizlik Oranı
vd	: Ve Diğerleri
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

ÖNSÖZ

Yaptığım bu tez çalışmamda bana her türlü desteği sağlayan tez danışman hocam Prof. Dr. Abdullah Yalaman'a teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca değerli eşime teşekkürü bir borç bilirim.

GİRİŞ

İşletmelerde performans yönetimi, karar alıcıların doğru kararlar almaları sonucunda işletmenin başarı oranının artırılması ve amaçlarını gerçekleştirebilmesi için önemlidir. Ayrıca işletmenin performansını etkileyen kriterlerin belirlenip bunların kontrol edilmesi ve kaynakların bu kriterlere göre düzenlenmesi firma başarısını artırırken, işletmelerin hedeflerini gerçekçi temeller üzerine kurmasını ve hedeflerine zamanında, daha verimli yollardan ulaşmasını kolaylaştırır. İşletmeler yatırım kararlarında pek çok etkiyi dikkate almaktadırlar. Bu etkiler arasında en önemli olanlardan biri de makroekonomik değişkenlerin etkisidir. Makroekonomik değişkenlerdeki gelişmeler şirket performansı üzerinde olumlu ya da olumsuz yönde etkiler yaratabileceğinden, doğru kararların alınmasında hangi makroekonomik değişkenin şirket performansını ne yönde nasıl etkileyebileceğinin bilinmesi gerekmektedir.

Finans literatürü incelendiğinde yapılan çalışmaların çok büyük kısmının sermaye piyasasında işlem gören firmaların pay senedi getirilerinin davranışlarının modellenmesi, pay senedi getirilerini etkileyen değişkenlerin belirlenmesi ya da farklı ülkelerin sermaye piyasaları arasındaki etkileşim gibi alanlarda kümelendiği dikkat çekmektedir. Bu tezde makroekonomik değişkenlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkileri panel veri regresyonu yöntemi ile test edilecektir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak ülkelerin gelişmişlik düzeyinin, coğrafi (bölgesel) kümelendirmelerinin ya da her bir ülkenin kendine özgü sosyo-ekonomik farklılıklarının makroekonomik değişkenlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkilerini değiştirip değiştirmediği analiz edilecektir. Bu kapsamda, tezde firmaların performans kriteri olarak; bir şirketin toplam varlıklarına göre ne kadar karlı olduğunu gösteren bir indikatör olan aktif karlılık oranı (ROA), işletme ortaklarının koydukları sermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini gösteren bir gösterge olan özsermaye karlılık oranı (ROE) ve firma büyüklüğünün bir temsilcisi olan toplam varlıkların logaritmasını (SZ) dikkate alırken, makroekonomik değişken olarak; büyüme, işsizlik oranı, döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, cari açık, kamu açığı dikkate alınmıştır. Tezin ampirik uygulaması için toplamda 28 ülke verisi incelenmiştir. Bu kapsamda bu tezde her bir ülke için 7 ve 28 ülke için toplamda 196

farklı makroekonomik değişken oluşturulurken, her şirket için 3 ve 1237 şirket için toplamda 3711 adet firmaya özgü performans kriteri analize dâhil edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda 2000 – 2016 dönemine ilişkin veriler 3 farklı model kullanılarak panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Tezde 26 farklı panel grubuna ait toplamda 78 farklı tahmin modeli oluşturulmuştur.

Bu çalışmanın ampirik bulguları makro ekonomik faktörlerin şirket performans kriterleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca makroekonomik faktörlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki etkilerinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine, coğrafi (bölgesel) kümelenmelerine ve her ülkenin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar gösterdiğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda tüm ülkeleri temsil edecek tek bir ekonometrik model ile firma performansı ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanması mümkün değildir. Yine de bu bulgular şirket performansını artırmaya yönelik alınan kararlarda şirket yöneticilerine yol gösterebilmektir.

Bu tezin birinci bölümünde giriş, ikinci bölümünde konu ile ilgili daha önceki çalışmaların tartışıldığı literatür taraması yer almaktadır. Üçüncü bölümde, yöntem ve ampirik bulgulara yer verilirken dördüncü bölümde sonuç ve tartışmalar yer almaktadır.

1. LİTERATÜR

Finans yazını incelendiğinde firmaların performans kriterleri üzerindeki makroekonomik değişkenlerin etkisini açıklamaya yönelik çok sayıda çalışmanın varlığı dikkat çekmektedir. Örneğin, Çekrezi A. (2013) 2008-2011 yılları arasında Arnavutluk'ta faaliyet gösteren 69 firmanın verisini kullanarak firmaya özgü faktörler ile makroekonomik faktörlerin sermaye yapısı kararına etkisini araştırmıştır. İlgili çalışmada bağımlı değişken olarak toplam borçların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak likidite, kârlılık, büyüklük, iş riski, borç-dışı vergiler, büyüme oranı, GSYİH ve asal kredi faiz oranı kullanılmıştır. Çoklu regresyon yöntemi ile analiz yapılmıştır. Çalışmanın ampirik bulguları kârlılık, büyüklük, risk, borç-dışı vergiler, GSYİH, büyüme oranı ve faiz oranının firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Kiganda (2014) çalışmasında, makroekonomik değişkenlerin Kenya'daki bankaların karlılıklarına olan etkisini incelemiştir. 2008-2012 yılları arasındaki veriler analiz edilmiştir. Çalışmada, gayri safi yurtiçi hâsıla, enflasyon oranı ve döviz kuru makroekonomik değişkenler olarak belirlenmiştir. Bankaların karlılığında ise ROA değeri ele alınmıştır. Analiz sonucunda makroekonomik değişkenler ile bankaların karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Muthama C. vd. (2013) Kenya'da seçilen borsa şirketlerinin sermaye yapısı üzerindeki makroekonomik faktörlerin etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada seçilen makroekonomik değişkenlerin Kenya'daki borsa şirketlerinin kurumsal sermaye yapısı üzerindeki ilişkisinin büyüklüğü ve yönünü analiz edilmiştir. Çalışmanın ampirik sonuçları makroekonomik faktörlerin borsada işlem gören şirketlerin sermaye yapısı üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. GSYİH ve büyüme oranının uzun vadeli borç oranları üzerinde pozitif; toplam borç oranı ve kısa vadeli borç oranı üzerinde ise negatif bir etkisinin olduğu bulunmuştur. Enflasyonun kısa vadeli borçlar üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu vurgulanırken; faiz oranlarının uzun vadeli borç oranı ve toplam borç oranı üzerinde

pozitif, kısa vadeli borç oranı üzerinde ise negatif bir etkisinin olduğu vurgulanmıştır.

Ramadan I. Z. (2016) çalışmasında, makroekonomik değişkenlerin, 2000-2014 dönemi için 77 Ürdün üretim firmasının performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada panel regresyon modeli kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları faiz oranının Ürdün imalat şirketlerinin performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Şirketlerin mali performansının değerini ölçmek ve belirlemek için en önemli kriterin Ekonomik Katma Değer (EVA) olduğu savunulmaktadır. EVA, şirketin faaliyeti sırasında şirket girdi ve çıktılarının değeri arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Makroekonomik değişkenlerin Ürdün üretim ekonomisi katma değerine etkisini test etmek için Faiz oranı, enflasyon, gayri safi yurtiçi hasıla, işgücü, devlet harcama oranı ve para arzı gibi makroekonomik değişkenler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda EVA ile makroekonomik değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkilerin varlığı ortaya konmuştur.

Kanwal ve Nadeem (2013) tarafından yapılan çalışmada, banka karlılığı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 2001-2011 döneminde Pakistan'da faaliyet gösteren bankaların verileri çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler; enflasyon oranı, reel gayri safi yurtiçi hâsıla ve faiz oranıdır. Bankaların karlılıkları ise ROA, ROE ve özsermaye çarpanı ele alınarak incelenmiştir. Sonuçta; faiz oranı ile ROE, ROA ve özsermaye çarpanı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Reel gayri safi yurtiçi hâsıla ile ROA, ROE ve özsermaye çarpanı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ayrıca enflasyon oranı ile ROA, ROE ve özsermaye çarpanı olarak kullanılan üç banka karlılığı değişkeni arasında da istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Çiftçi S. (2014) çalışmasında, ham petrol, faiz oranı, döviz kuru ve altın gibi makroekonomik değişkenlerin Amerikan hisse senedi piyasasına etkisini incelemektedir. Çalışma Ocak 1997 - Eylül 2014 arasındaki aylık verileri ve sıradan

en küçük kareler yöntemini kullanmaktadır. Ham petrolün hisse senedi getirileri üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkisi tüketici ürünleri, tüketici hizmetleri, finans ve sağlık sektörü için gözlemlenmektedir. Bu çalışmada, faiz oranı ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yakalanamamıştır. Döviz kuru açısından ise, malların ithalatına veya ihracatına bağımlı sanayiler için heterojen etkiler tespit edilmiştir. Teknoloji, tüketim malları, tüketici hizmetleri, telekomünikasyon sektörleri, yerel para biriminin değer kaybetmesi durumunda hisse senedi getirilerinde artış sergilemektedir. Diğer endüstriler, döviz kuru değişkenindeki değişimlere istatistiksel olarak anlamlı tepkiler vermemektedir. Kriz öncesi dönemde herhangi bir sanayi için altın ve hisse senedi performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken; kriz sonrası dönemde, tüketici hizmetleri, finans ve sanayi sektörleri için altın ve hisse senedi performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etki ortaya konmuştur.

Zulfiqar ve Din (2015) çalışmalarında, enflasyon oranı, faiz oranı ile finansal performans arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Pakistan'daki tekstil firmalarının verileri, panel veri yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda enflasyon oranı ve faiz oranı ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROE ile enflasyon oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Faiz oranı ile ROE arasında ise istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Rehman R. U. vd. (2014) çalışmalarında firma performansı ve büyüklüğü ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Analiz, finansal olmayan yedi sektör için 12 yıllık bir süre boyunca gerçekleştirilmiştir. Çalışmada Pakistan İstatistik Dairesi tarafından 1999-2010 yılları arasında Karachi Borsasında listelenen finansal olmayan sektörler (tekstil, şeker, çimento, kimyasal, yakıt ve enerji, bilgi, iletişim ve ulaşım, kâğıt, mukavva ve ürünler) incelenmiştir. Firma performans değişkenleri; cari oran, özsermaye karlılığı, ROA, özsermayenin borçlara oranı ve stok devir hızı oranıdır. Makroekonomik değişkenler ise GSYİH ve faiz oranıdır. Çalışmanın ampirik bulguları firmaların büyüklüğünün ve performansının makroekonomik değişkenlere bağlı olduğunu göstermiştir.

Rashid (2008) çalışmasında, Pakistan'daki tüketici fiyatları, sanayi üretimi, döviz kuru ve piyasa faiz oranı olmak üzere 4 makroekonomik değişken ile hisse senedi fiyatları arasındaki etkileşimi incelemiştir. Çalışmanın sonuçları hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki eşgüdümün kuvvetli olduğunu göstermektedir. Bir başka ifade ile hisse senedi fiyatları ile söz konusu makroekonomik değişkenler arasında uzun vadeli çift yönlü nedensellik bulunmuştur. Sonuçlar ayrıca, hisse senedi fiyatlarının, kısa vadede faiz oranlarındaki değişimlere tepki verdiğini de göstermektedir.

Alexiou ve Sofoklis (2009) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, makroekonomik değişkenlerin banka karlılıkları ile ilişkisi incelenmiştir. Panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Yunanistan'daki 6 bankanın verileri analiz edilmiştir. Analiz sonucunda enflasyon oranı ile karlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilirken, gayri safi yurt içi hâsıla ile karlılık arasında ise bir ilişki tespit edilmemiştir.

Özer vd. (2011) çalışmasında, Ocak 1996-Aralık 2009 dönemi aylık verileri kullanılarak, BİST-100 endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını test etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak BİST-100 endeksi, bağımsız değişken olarak da faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi, sanayi üretim endeksi, altın fiyatları, döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır. Çalışmada EKK, Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi ve VECM modelleri kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik bulgularına göre, hisse senedi fiyatı ile bazı makroekonomik değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler yakalanmıştır. Örneğin -Juselius eş-bütünleşme testi sonuçlarına göre, hisse senedi fiyatı ile tüketici fiyat endeksi, faiz oranı, para arzı, dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı onaylanmıştır.

Pilinkus (2010) çalışmasında makroekonomik değişkenler ile Baltık borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışmada Litvanya, Letonya ve Estonya'ya ait 2000 yılı Ocak ayından 2008 yılının Aralık ayına kadar olan dönemi kapsayan

veriler dâhil edilmiştir. Çalışma sonucunda makroekonomik değişkenler ile Baltık borsa endeksleri arasındaki kısa ve uzun süreli ilişkilerin varlığına yönelik ampirik bulgular öne sürülmüştür. Çalışmada makroekonomik göstergelerin ülkelerin borsa endeksi üzerindeki çoklu etkisi % 37 (Litvanya), % 39,9 (Letonya) ve % 36,4 (Estonya) olarak açıklanmıştır. Yatırımcılar Baltık Ülkeleri'nde makroekonomik göstergelerin borsa endeksi üzerindeki farklı etkilerine dikkat etmelidir.

Albayrak vd (2012) çalışmalarında 07.01.2005 ile 03.02.2012 dönemine ait faiz oranları, ABD dolar kuru ve altın fiyatları gibi makroekonomik değişkenler ile yabancı portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar gibi sermaye hareketlerinin BİST-100 endeksi üzerine olan etkilerini araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre faiz oranı ve doğrudan yabancı yatırımlar ile BİST-100 endeksi arasında istatistiksel anlamlı bir ilişkinin tespit edilememesi, ilgili dönem aralığında ülkemizde doğrudan yabancı yatırımların istikrarlı ve düzenli bir eğilim göstermemesi ile açıklanmıştır. Mevduat faiz oranıyla BİST-100 endeksi arasında negatif yönlü fakat istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki saptanmıştır. Dolar kurunun tahmin edilen kısmi regresyon katsayısının negatif işaretli olması ise, doların ülkemizdeki hisse senetlerine uzun dönemde alternatif bir yatırım aracı olarak görülebileceğini göstermektedir. Diğer taraftan altın fiyatları ile BİST-100 endeksi arasındaki kısmi regresyon katsayılarının işaretlerinin pozitif ve anlamlı olması ise, bu değişkenlerin BİST-100 endeksi ile aynı yönde hareket ettiğinin ve endeksin tahmin edilmesinde önemli birer değişken olduğunun bir kanıtı olarak açıklanmıştır.

Alam (2009) çalışmasında, Ocak 1988'den Mart 2003'e kadarlık bir dönemi kapsayan aylık verilere dayanarak hisse senedi fiyat ve volatilitesi üzerinde faiz oranlarının etkisini test etmektedir. Bu kapsamda Avustralya, Bangladeş, Kanada, Şili, Kolombiya, Almanya, İtalya, Jamaika, Japonya, Malezya, Meksika, Filipin, G. Afrika, İspanya ve Venezüella olmak üzere toplam 15 ülke için hisse senedi endeksi ve faiz oranı verileri panel regresyon yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın ampirik bulguları, tüm ülkeler için faiz oranının hisse senedi fiyatı ile negatif yönde ve anlamlı bir ilişki içinde olduğunu göstermektedir. Bireysel olarak inceleme yapıldığında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin her biri için tartışılabilir sonuçlar elde edilmiştir. İlginç bir şekilde, Malezya için faiz oranının hisse senedi fiyatıyla hiçbir ilişkisi bulunmadığı, ancak faiz oranındaki değişimin hisse senedi

volatilitesi ile negatif ilişkisi olduğu ortaya konmuştur. Japonya örneğinde, faiz oranının hisse senedi fiyatıyla pozitif ilişkisi olduğu, ancak faiz oranı değişikliğinin hisse senedi volatilitesi ile negatif ilişkisi olduğu bulunmuştur. Bangladeş, Kolombiya, İtalya Güney Afrika gibi 4 ülke için hisse senedi fiyatı ile faiz oranları ve hisse senedi volatilitesi ile faiz oranı değişimleri için negatif ilişkinin varlığı vurgulanmıştır. Avustralya, Kanada, Şili, Almanya, Jamaika, Meksika, İspanya ve Venezuela gibi sekiz ülke için ise; faiz oranı ile hisse senedi fiyatıyla istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu, ancak hisse senedi volatilitesi ile faiz oranı değişimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Sonuç olarak Filipin dışındaki tüm ülkeler için, hisse senedi fiyatı ile faiz oranları ve hisse senedi volatilitesi ile faiz oranı değişimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişkinin varlığı gösterilmiştir.

Barnor (2014) çalışmasında, Ocak 2000'den Aralık 2013'e kadar seçilen dönem için makroekonomik değişkenler ile Gana Borsası'nın pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi zaman serisi yöntemleri kullanarak araştırmıştır. Çalışmadaki örneklem Gana borsasında faaliyet gösteren 36 firmanın pay senedi getirilerinden oluşmaktadır. Ampirik bulgular enflasyon oranı, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı ile borsa getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını vurgulamıştır. Elde edilen bulgular faiz oranları ve para arzı ile borsa getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Ayrıca, döviz kurunun borsa getirileri üzerinde pozitif yönlü anlamlı bir etkisi gözlemlenmiştir. Son olarak, enflasyon oranının Gana'daki borsa getirilerini önemli derece etkilemediği bulgusu vurgulanmıştır.

Coşkun vd. (2016) çalışmalarında, Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde 2010-2015 yılları arasında devamlı olarak faaliyet gösteren 37 firmanın finansal performansları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri olan finansal performans kriterleri ROA, ROE ve ROS dir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri olan makroekonomik faktörler ise ticari kredilere uygulanan faiz oranı, reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı ve kamu altyapı harcamaları / GSYİH oranıdır. Çalışmada finansal performans ile

makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için panel veri yönteminden yararlanılmıştır. 3 ayrı ekonometrik model aracılığıyla değişkenler arasındaki ilişki araştırılmıştır. Analiz sonucunda, makroekonomik faktörler ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. ROA ile enflasyon oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROA ile faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROA ile kamu altyapı yatırımları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilirken, reel efektif döviz kuru ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. ROS ile enflasyon oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROS ile faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilirken, kamu altyapı yatırımları ile ROS arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. ROE ile enflasyon oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ROE ile kamu altyapı yatırımları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Reel efektif döviz kuru ve faiz oranı ile ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Sarıtaş vd (2016) çalışmalarında, 2002-2013 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 11 ticari bankanın karlılıkları ile finansal oranlar ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz, panel veri analizi yöntemi kullanılarak yapılmıştır. TCMB 'nin borç verme faiz oranı, büyüme oranı, enflasyon oranı, 2008 krizi ve sanayi üretim endeksi makroekonomik değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda enflasyon oranı ile karlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Diğer değişkenler ile bankaların karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Polat ve Peker (2016) çalışmasında, makroekonomik değişkenlerin Otomotiv sektörü firmaları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada yatırım miktarı, kapasite kullanım oranı, vergi miktarı, büyüme oranı, gayri safi milli hasıla, kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla, tüketici fiyat endeksi, üretici fiyat endeksi, işsizlik oranı, ihracat miktarı, ithalat miktarı, asgari ücret (ortalama), dolar kuru olmak üzere

toplam 13 adet makroekonomik değişkenin 1993-2012 yılları aralığındaki değerleri ele alınmıştır. Türkiye Otomotiv Sektörüne ait satış hasılatları ve dönem karları verileri İstanbul Sanayi Odası'nın her yıl açıklamış ve yayınlamış olduğu 500 büyük sanayi kuruluşu ve ikinci 500 büyük sanayi kuruluşu verileri kullanılarak belirlenmiştir. Satış hasılatı değişkeni ile yüksek düzeyli ve aynı yönlü korelasyonu bulunan değişkenler; yatırım miktarı, vergi miktarı, gayri safi milli hasıla, kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla, işsizlik oranı, ihracat miktarı, ithalat miktarı, asgari ücret ve dolar kuru değişkenleridir. Satış hasılatı değişkeni ile yüksek düzeyli ve ters yönlü korelasyonu bulunan değişkenler ise; tüketici fiyat endeksi ve üretici fiyat endeksi değişkenleridir. Dönem kârı değişkeni ile yüksek düzeyli ve aynı yönlü korelasyonu bulunan değişkenler satış hasılatı değişkenine benzer şekilde; yatırım miktarı, vergi miktarı, gayri safi milli hasıla, kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla, işsizlik oranı, ihracat miktarı, ithalat miktarı, asgari ücret ve dolar değişkenleridir.

2. YÖNTEM VE AMPİRİK BULGULAR

Bu çalışmanın amacı makroekonomik değişkenlerin, şirket performansı üzerindeki etkisini test etmektir. Bu kapsamda bu tezde her ülke için 7 ve 28 ülke için toplamda 196 farklı makroekonomik değişken oluşturulurken, her şirket için 3 ve 1237 şirket için toplamda 3711 adet firmaya özgü performans kriteri analize dâhil edilmiştir. 28 adet ülkenin seçiminde gelişmişlik düzeyleri, ülkelerin farklı coğrafi bölgede bulunmaları kriterleri belirleyici olmuştur. Toplamda 1237 şirket ise, her ülkenin kendisine ait borsa endeksinin ilk sıralarında yer alan firmalardır. Bu firmalara ait 2000 – 2016 dönemine ilişkin veriler 3 farklı model kullanılarak panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Tüm veriler datastream veritabanından alınmıştır. Analiz ise STATA programında yapılmıştır. Bu tezde 26 farklı panel grubuna ait toplamda 78 farklı panel regresyon tahmin modeli oluşturulmuştur.

Makroekonomik değişkenler ile firmaya özgü performans kriterleri ilgili yazın taranarak seçilmiştir. Bu kapsamda literatürle uyumlu olarak seçilen ve panel regresyon modelinde bağımsız değişken olarak modele dahil edilen makroekonomik değişkenler; büyüme (GR), işsizlik oranı (UN), döviz kuru (EX), faiz oranı (IR), enflasyon (INF) , cari açık (CA), kamu açığıdır (GD). Modelde şirket performansını gösteren 3 farklı firmaya özgü değerlendirme kriteri kullanılmıştır. Bu kapsamda literatürle uyumlu olarak seçilen ve panel regresyon modelinde bağımlı değişken olarak modele dahil edilen firmaya özgü performans kriterleri; aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılığı oranı (ROE) ve büyüklüktür (SZ). Bu kapsamda panel regresyon modellerinin bağımlı ve bağımsız değişkenleri aşağıdaki gibidir;

Bağımlı değişkenler

Model-1: Aktif karlılık (ROA)

Model-2: Özsermaye karlılığı (ROE)

Model-3: Büyüklük (SZ)

Bağımsız değişkenler

Büyüme (GR)

İşsizlik oranı (UN)

Döviz kuru (EX)

Faiz oranı (IR)
Enflasyon (INF)
Cari açık (CA)
Kamu açığı (GD)

Bu çalışmada panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Panel regresyon yönteminin yatay kesit ya da zaman serisi regresyon yöntemlerine göre önemli avantajları mevcuttur. Örneğin panel veri kullanılarak tahmin edilen regresyon modellerinde hem kesitlerin hem zaman boyutunun etkilerini tahminlere dahil etme imkanı vardır (Wooldridge, 2002). Panel veri analizinde hem zaman hem de yatay kesitten veri geldiği için, daha fazla veri kullanma fırsatı vardır. Bu durum ekonometrik tahminlerin daha etkin hale gelmesini sağlar. Veri sayısının artması tahminlerdeki serbestlik derecesini artırır. Panel veri analizi, yatay kesitlere ve zamana ait özel etkileri de modele dâhil etme imkânını verir. Bu etkiler kesit ve dönem için sabit ya da tesadüfi olabilir. Panel veri analizi ile klasik regresyonun temel problemlerinden olan açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmak da mümkün hale gelebilmektedir (Yıldız vd. 2009, Baltagi, 1995; Balestra 1992; Nerlove and Balestra, 1992).

Bu tezde her bir ülke ya da ülke grubu için tahmin edilen 3 farklı model aşağıdaki gibidir.

Model-1 $ROA_{it} = B_0 + B_1GR_{it} + B_2UN_{it} + B_3EX_{it} + B_4IR_{it} + B_5INF_{it} + B_6CA_{it} + B_7GD_{it} + B_8ROE_{it} + B_9SZ_{it} + u_{it}$
Model-2 $ROE_{it} = B_0 + B_1GR_{it} + B_2UN_{it} + B_3EX_{it} + B_4IR_{it} + B_5INF_{it} + B_6CA_{it} + B_7GD_{it} + B_8ROA_{it} + B_9SZ_{it} + u_{it}$
Model-3 $SZ_{it} = B_0 + B_1GR_{it} + B_2UN_{it} + B_3EX_{it} + B_4IR_{it} + B_5INF_{it} + B_6CA_{it} + B_7GD_{it} + B_8ROA_{it} + B_9ROE_{it} + u_{it}$

Yukarıdaki modellerde kontrol değişkeni olarak, her model için diğer modellerin bağımlı değişkenleri kullanılmıştır. Örneğin model-1 için ROE_{it} ve SZ_{it} kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Yukarıdaki modellerde hem teorik varsayım hem de ekonometrik testler kullanılarak yatay kesit ve zaman boyutunda sabit etkiler tahminci kullanılarak tahmin edilmiştir. (F testi, LM testi ve Hausman testi kullanılarak karar verilmiştir). Modellerdeki standart hatalar değişen varyans düzeltmeli standart hatalardır. Bir başka ifade ile her model için tahmin tablolarının sonunda raporlanan ve modelin hata terimlerinde değişen varyans ya da otokorelasyon olup olmadığını gösteren model spesifikasyon testlerinin sonuçlarına göre eğer modelde otokorelasyon ya da değişen varyans varsa problemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra parametrelere ait standart hatalar değişen varyans düzeltmeli (gerekli ise) raporlanmıştır.

Makroekonomik değişkenlerin, şirket performansı üzerindeki etkisinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre, coğrafi bölgelere göre ya da bir ülkeden farklı bir ülkeye göre farklılık gösterip göstermediğini test etmek için örneklem 26 sayıda farklı panele ayrılarak yukarıda ifade edilen 3 modelde her farklı panel ülke grubu için de tahmin edilmiştir. Bu kapsamda 26 sayıda panel için toplamda 78 farklı regresyon tahmin modeli oluşturulmuştur. Modelle tahmininde seçilen tek tek ülkeler ilgili dönemde verisi eksiksiz olan ülkelerdedir. Bu kapsamda Panel-1’de tüm ülkelerin verileri bir bütün olarak modele dâhil edilmiştir. Panel-2’de sadece gelişmiş olan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-3’te sadece gelişmekte olan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-4’te gelişmiş olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-5’te gelişmiş olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-6’da gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-7’de gelişmekte olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-8’de gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-9’da gelişmekte olan Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkelerin verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-10’da Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler’ in verileri modele dâhil edilmiştir. Bir başka ifade ile Panel-10 Amerika coğrafyasında bulunan hem gelişmiş hem de gelişmekte

olan ülkelerin verilerinden oluşmaktadır (Panel-4 ve Panel-7'deki ülkelerin toplamı). Panel-11'de Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler' in verileri modele dâhil edilmiştir. Bir başka ifade ile Panel-11 Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin verilerinden oluşmaktadır (Panel-5 ve Panel-8'deki ülkelerin toplamı). Panel-12'de Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler'in verileri modele dâhil edilmiştir. Bir başka ifade ile Panel-12 Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin verilerinden oluşmaktadır (Panel-6 ve Panel-9'daki ülkelerin toplamı). Panel-11'de Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler'in verileri modele dâhil edilmiştir. Bir başka ifade ile Panel-11 Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin verilerinden oluşmaktadır (Panel-4 ve Panel-7'deki ülkelerin toplamı) Panel-13'te sadece Türkiye'deki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-14'te sadece Fransa'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-15'te sadece İngiltere'deki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-16'da sadece Japonya'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-17'de sadece İsviçre'deki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-18'de sadece Hollanda'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-19'da sadece Finlandiya'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-20'de sadece İsveç'teki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-21'de sadece Portekiz'deki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-22'de sadece Avustralya'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-23'de sadece Meksika'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-24'te sadece Macaristan'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-25'te sadece Yunanistan'daki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. Panel-26'da sadece Şili'deki firmaların verileri modele dâhil edilmiştir. İlgili panellerde yer alan ülke grupları aşağıdaki Tablo-1'de özetlenmiştir.

Tablo-1. Ülkelerin sınıflandırılması

GELİŞMİŞ ÜLKELER			GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER		
<i>Amerika</i>	<i>Avrupa-Orta Doğu</i>	<i>Asya-Pasifik</i>	<i>Amerika</i>	<i>Avrupa-Orta Doğu</i>	<i>Asya-Pasifik</i>
ABD	Belçika	Avustralya	Brezilya	Çek Cumhuriyeti	Çin
	Finlandiya	Hong Kong	Şili	Yunanistan	Hindistan
	Fransa	Japonya	Kolombiya	Macaristan	Endonezya
	Almanya		Meksika	Rusya	Filipinler
	Hollanda			Türkiye	Tayvan
	Portekiz				
	İsveç				
	İsviçre				
	İngiltere				

*Litvanya

Bu kapsamda Panel-1’de yer alan ve tüm ülkelerin verileri bir bütün olarak modele dâhil edildiği panel regresyon sonucu Tablo 2’de sunulmuştur. Tablodaki parantez içinde verilen değerler değişen varyans (gerekli ise) düzeltmeli standart hatalardır.

Tablo-2. Panel-1'deki tüm ülkeler için panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE	0.000131*	-	-0.0000112
	(2.57)	-	(-0.70)
growth	0.0481	-520.3***	-2.078***
	(0.05)	(-3.74)	(-6.21)
UN	0.000131***	0.000921	0.000397***
	(4.41)	(0.24)	(44.30)
EX	-0.00279***	-0.0322	0.00311***
	(-7.55)	(-0.66)	(27.12)
IR	0.0890***	-0.191	-0.391***
	(5.43)	(-0.09)	(-87.81)
INF	0.00590***	-0.0575	0.00674***
	(4.30)	(-0.32)	(15.66)
CA	-0.0000207***	0.0000362	0.0000201***
	(-12.23)	(0.16)	(38.95)
GD	-8.93e-09*	5.97e-08	-9.19e-09***
	(-2.56)	(0.13)	(-8.39)
SZ	-0.253***	-1.942	-
	(-12.03)	(-0.70)	-
ROA	-	2.237*	-0.0251***
	-	(2.57)	(-12.03)
	-		
_cons	10.53***	61.41	25.18***
	(19.50)	(0.86)	(676.19)
N	22647	22647	22647
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2 (752)=11923,83 Prob>chi2=0,000	Chi2 (752)=1017550,80 Prob>chi2= 0,000	Chi2 (752)=1343635,20 Prob>chi2= 0,000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,693)=346,201 Prob>F=0,0000	F(1,693)=2,621 Prob>F=0,1059	F(1,693) =844,283 Prob>F=0,0000

Tablo-2 incelendiğinde Model-1 için, işsizlik, faiz oranı ve enflasyonun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahipken, döviz kuru, cari açık ve kamu açığının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Bu kapsamda firmaların özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak

anlamli etkiye sahip olan makroekonomik değişken sayısının önemli derecede azaldığı gözlemlenmiştir. Model-2'ye göre daha önce istatistiksel olarak anlamli olmayan büyümenin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamli ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 'e göre faiz oranı, büyüme ve kamu açığının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamli ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, işsizlik, döviz kuru, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamli ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Panel-1 için tahmin edilen tüm üç modelin sonucu bize açık bir şekilde firma performans kriterlerinin makroekonomik değişkenlerden istatistiksel olarak anlamli derecede etkilendiğini göstermektedir. Peki makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermekte midir? sorusu akla gelmektedir. Bu soruya yanıt aramak adına tüm veri seti gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere Panel-2 ve Panel-3 şeklinde 2 farklı ülke grubuna ayrılarak aynı modeller yeniden tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 3'te raporlanmıştır.

Tablo-3a. Panel-2'deki sadece gelişmiş olan ülkeler için panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0250*** (33.77)		-0.0000651 (-0.27)
growth	-0.966 (-0.30)	26.59 (0.79)	-5.283*** (-5.24)
UN	0.000256*** (7.92)	-0.000685* (-2.03)	0.000282*** (28.66)
EX	-0.0112*** (-9.88)	-0.0206 (-1.74)	0.0112*** (32.63)
IR	-0.145*** (-3.95)	0.354 (0.92)	-0.618*** (-59.61)
INF	0.00881*** (6.25)	-0.0196 (-1.33)	0.00479*** (10.92)
CA	-0.0000126*** (-7.52)	-0.0000239 (-1.37)	0.00000790*** (15.21)
GD	0.00000142 (1.71)	-0.00000222 (-0.26)	-8.30e-08 (-0.32)
size	-0.346*** (-13.56)	-0.0728 (-0.27)	
ROA2		2.717*** (33.77)	-0.0336*** (-13.56)
_cons	13.24*** (19.65)	5.847 (0.82)	25.94*** (560.50)
N	15637	15637	15637
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2 (469)=5154,175 Prob>chi2=0.0000	Chi2 (469)=103524,38 Prob>chi2=0.000	Chi2 (469)=6250,80 Prob>chi2=0.000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,418)=246.382 Prob>F=0.0000	F(1,418)=2.344 Prob > F=0.1265	F(1,418)=946.471 Prob > F=0.0000

Tablo-3a incelendiğinde gelişmiş ülkelere ait tahmin edilen Model-1' e göre işsizlik ve enflasyonun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, döviz kuru, cari açık ve faiz oranının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan kamu açığı gelişmiş ülkeler için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma

performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan faiz oranları gelişmiş ülkelerde firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

Tablo-3a'daki Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı ele alınmıştır. Model-2'ye göre işsizliğin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme gelişmiş ülkeler için özkaynak karlılığını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Tablo-3a'daki Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 'e göre sadece faiz oranı firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, işsizlik, döviz kuru, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olan büyüme ve kamu açığı gelişmiş ülkeler için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Tablo-3b. Panel-3'deki sadece gelişmekte olan ülkeler için panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0000576		0.00000360
	(0.90)		(0.21)
growth	1.064	-603.5*	-0.115
	(0.76)	(-2.31)	(-0.30)
UN	-0.00105***	0.0364	-0.000873***
	(-5.01)	(0.93)	(-15.75)
EX	-0.00279**	-0.0278	0.000468
	(-2.80)	(-0.15)	(1.75)
IR	0.213***	-3.915	-0.156***
	(6.56)	(-0.64)	(-18.19)
INF	-0.0000429	-0.131	0.00401***
	(-0.01)	(-0.24)	(5.08)
CA	-0.000191***	0.00254	0.0000591***
	(-7.33)	(0.52)	(8.44)
GD	-1.37e-08**	0.000000266	-1.39e-08***
	(-3.00)	(0.31)	(-11.40)
size	-0.156***	1.733	
	(-3.52)	(0.21)	
ROA2		2.009	-0.0113***
		(0.90)	(-3.52)
_cons	8.377***	-28.00	25.65***
	(6.38)	(-0.11)	(144.36)
N	7010	7010	7010
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2 (283)=3469,487	Chi2 (283)=244132,18	Chi2 (283) =4189654,8
	Prob>chi2=0.000	Prob>chi2=0.000	Prob>chi2=0.000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,274)=242.667	F(1,274)=1.649	F(1,274)=250.956
	Prob > F=0.0000	Prob > F = 0.2002	Prob > F=0.0000

Tablo-3b gelişmekte olan ülkelere ait tahmin edilen panel regresyon sonuçlarını vermektedir. Model-1'de firmaların performans kriteri olarak aktif karlılık ele alınmıştır. Model-1'e göre faiz oranı, aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahipken; işsizlik, döviz kuru, cari açık ve kamu açığının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan işsizlik ve enflasyon değişkenlerinden işsizliğin gelişmekte olan ülkelerin firma performansı üzerindeki etkisi pozitiften negatife dönerken, enflasyon artık

gelişmekte olan ülkeler için etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır. Bu bulgu gelişmekte olan ülkelere ait literatürle uyumludur. Ayrıca daha önce sadece gelişmiş ülkeler için tahmin edilen Panel-2 ile karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülke sonuçlarının tamamen farklılık gösterdiği gözlemlenmektedir. Bu kapsamda gelişmiş olan ülkeler için daha öncesinde aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisi ölçülen işsizlik ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenler artık gelişmekte olan ülkelerin aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Ayrıca gelişmiş ülkeler için negatif etkisi gözlemlenen faiz oranı gelişmekte olan ülkeler için işaret değiştirerek aktif karlılık üzerinde pozitif bir etkiye sahip olmaktadır.

Bu sonuçlar açık bir şekilde göstermektedir ki ülkelerin gelişmişlik düzeyi makroekonomik değişkenlerin aktif karlılık üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır.

Tablo-3b'deki Model-2 için gelişmekte olan ülkeler için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı ele alındığında, büyümenin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olan büyüme gelişmekte olan ülkeler için de aynı etkiyi sağlamaktadır. Ancak daha önce sadece gelişmiş ülkeler için tahmin edilen Panel-2 ile karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülke sonuçlarının tamamen farklılık gösterdiği gözlemlenmektedir. Çünkü gelişmiş ülkeler için özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan işsizlik bu defa gelişmekte olan ülkelerin özkaynak karlılığını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır. Bu sonuçlar açık bir şekilde göstermektedir ki ülkelerin gelişmişlik düzeyi makroekonomik değişkenlerin özkaynak karlılığı üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır.

Tablo-3b'deki Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3' e göre sadece işsizlik, kamu açığı ve faiz oranı firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahipken, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve

pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen model sonuçlarıyla karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkelere ait ampirik bulguların tüm ülke sonuçlarına ait tahminlerden farklılık gösterdiği gözlemlenmektedir. Çünkü tüm ülkeler için firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan işsizlik işaret değiştirerek pozitiften negatife dönmüştür. Ayrıca tüm ülkeler için anlamlı bir etkiye sahip olan döviz kuru gelişmekte olan ülkelerin firma büyüklükleri üzerinde anlamlı bir etki göstermemektedir. Ayrıca sonuçlar daha önce sadece gelişmiş ülkeler için tahmin edilen Panel-2a ile karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülke sonuçlarının gelişmiş ülke tahminlerinden tamamen farklılık gösterdiği gözlemlenmektedir. Çünkü gelişmiş ülkeler için özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan işsizlik, işaret değiştirerek pozitiften negatife dönmüştür. Ayrıca gelişmiş ülkeler için anlamsız olan kamu açığı gelişmekte olan ülkelerin firma büyüklükleri üzerinde anlamlı ve negatif bir etki göstermektedir. Yine faiz oranı gelişmiş ülkeler için firma büyüklüğü üzerinde pozitif yönde etkisi olan bir makroekonomik değişken olurken artık gelişmekte olan ülkeler için firma büyüklüğünü etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır. Bu sonuçlar açık bir şekilde göstermektedir ki ülkelerin gelişmişlik düzeyi makroekonomik değişkenlerin özkaynak karlılığı üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır.

Peki makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi ülkelerin coğrafi (bölgesel) kümelenmelerine göre farklılık göstermekte midir? sorusu akla gelmektedir. Bu soruya yanıt aramak adına tüm veri seti gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı olmak üzere Amerika, Avrupa-Ortadoğu ve Asya-Pasifik olmak üzere 6 farklı coğrafi bölgeye göre panellere ayrılarak (Amerika-Gelişmiş, Avrupa-Ortadoğu-Gelişmiş, Asya-Pasifik-Gelişmiş, Amerika-Gelişmekte Olan, Avrupa-Ortadoğu-Gelişmekte Olan, Asya-Pasifik-Gelişmekte Olan, Amerika-Kıta Ülkeleri, Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeleri, Asya-Pasifik Kıta Ülkeleri) aynı modeller yeniden tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 4a ile Tablo 4i arasında raporlanmıştır.

Tablo-4a. Panel-4'teki gelişmiş olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.102***		0.00125
	(17.17)		(0.97)
growth	-1.196	-6.771	-0.587
	(-0.34)	(-0.55)	(-0.83)
UN	0.0000221	-0.000537*	-0.0000185
	(0.31)	(-2.11)	(-1.28)
EX	4.249***	-0.945	1.003***
	(4.46)	(-0.28)	(5.20)
IR	-0.312*	-1.351**	-0.224***
	(-2.56)	(-3.10)	(-9.25)
INF	-0.00127	0.0371*	0.00196*
	(-0.26)	(2.11)	(1.96)
CA	-0.00000553	0.00000973	-2.66e-08
	(-1.31)	(0.64)	(-0.03)
GD	0.000000666	-0.00000640	-9.40e-09
	(0.61)	(-1.65)	(-0.04)
size	-2.222***	0.390	
	(-22.13)	(0.97)	
ROA2		1.302***	-0.0913***
		(17.17)	(-22.13)
_cons	57.50***	35400	25.66***
	(20.76)	(1.18)	(122.62)
N	1924	1924	1924
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(29)=54208.33	Chi2(29)=296,826	Chi2(29) =5164.72
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,28)=107.299	F(1,28)=1.701	F(1,28)=74.131
	Prob >F =0.0000	Prob >F=0.2027	Prob>F=0.0000

Tablo-4a incelendiğinde gelişmiş olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkelere ait tahmin edilen Model-1' e göre döviz kuru ile firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki gözlemlenirken; faiz oranının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm

lkeler için tahmin edilen modelde firma performansı üzerinde negatif bir etkisi olan döviz kuru işaret değiştirerek gelimi olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için pozitif bir etkiye sahip olmuştur. Daha nce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan faiz oranı işaret değiştirerek gelimi olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için negatif bir etkiye sahip olmuştur. Daha nce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı değişken olan işsizlik, enflasyon, cari açık, kamu açığı gelimi olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için firma performansının etkileyen makroekonomik değişkenler olmaktan uzaklamıtır.

Tablo 4a’daki Model-2 için firmaların performans kriteri olarak zkaynak karlılığı ele alınmıştır. Gelişmiş olan Amerika lkeleri için işsizlik ve faiz oranının zkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, enflasyonun zkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha nce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde zkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme gelimi ülkeler için zkaynak karlılığını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklamıtır. Daha nce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı değişken olmayan işsizlik, faiz oranı, enflasyon gelimi olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için firma performansının etkileyen istatistiksel olarak anlamlı makroekonomik değişkenler olmuştur.

Tablo 4a’daki Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’ göre döviz kuru ve enflasyon firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahipken, faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha nce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, cari açık, kamu açığı gelimi olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Gelişmiş Amerika coğrafyasındaki ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş tüm ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında anlamlı derecede farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda Amerika coğrafyasındaki ülkelerin davranışlarının tüm gelişmiş ülke davranışlarından farklılık gösterdiği söylenebilir. Bir başka ifade ile ülkelerin Amerika coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmiş ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4b. Panel-5'teki gelişmiş olan Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkeler için panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0209*** (21.52)		-0.000239 (-0.98)
growth	16.53* (2.07)	90.81 (0.97)	4.076* (2.09)
UN	-0.000195* (-2.09)	0.00376*** (3.45)	0.000150*** (6.62)
EX	-0.0230*** (-10.45)	-0.00395 (-0.15)	-0.0123*** (-23.46)
IR	0.113 (1.89)	-0.497 (-0.71)	-0.106*** (-7.29)
INF	0.0132*** (5.41)	-0.0189 (-0.66)	0.00268*** (4.48)
CA	-0.0000187*** (-3.94)	-0.000279*** (-5.02)	0.00000893*** (7.71)
GD	0.00000169 (0.49)	-0.0000251 (-0.62)	-0.000000422 (-0.50)
size	-0.324*** (-6.79)	-0.548 (-0.98)	
ROA2		2.857*** (21.52)	-0.0193*** (-6.79)
_cons	12.65*** (10.69)	17.43 (1.25)	24.38*** (412.44)
N	7309	7309	7309
Heteroskedasticity	Chi2(195)=3289,8 Prob>chi2=0.0000	Chi2(195)=6558,107 Prob>chi2=0.0000	Chi2(195)=845,955 Prob>chi2=0.0000
Autocorrelation	F(1,145)=191.118 Prob >F =0.0000	F(1, 145) =2.229 Prob > F = 0.1376	F(1,145)=559.209 Prob >F =0.0000

Tablo-4b incelendiğinde Model-1 için işsizlik, döviz kuru, cari açığın aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, enflasyonun aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik işaret değiştirerek negatif bir etkiye sahip olurken daha önce tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan faiz oranı Avrupa-

Orta Doğu coğrafyasında bulunan gelişmiş ülkeler için artık aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı gözlemlenmiştir. Ayrıca daha önce tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma performansı üzerinde negatif bir etkisi olan kamu açığı Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan gelişmiş ülkeler için artık aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı gözlemlenmiştir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2'ye göre işsizlik özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahipken, cari açığın özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı üzerinde büyüme haricinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan gelişmiş ülkeler için işsizlik ve cari açık özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olarak karşımıza çıkmıştır.

Model-3'e göre işsizlik, enflasyon, cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, döviz kuru, faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olan kamu açığı gelişmiş olan Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkeler için firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir. Daha önce tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan döviz kuru işaret değiştirerek Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan gelişmiş ülkeler için firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olmuştur.

Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce tahmin edilen (gelişmiş tüm ülkeler ve gelişmiş

Amerika coğrafyasındaki ülkeler) modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında anlamlı derecede farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki ülkelerin davranışlarının tüm gelişmiş ve gelişmiş Amerika coğrafyasındaki ülke davranışlarından farklılık gösterdiği söylenebilir. Bir başka ifade ile ülkelerin Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmiş ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4c. Panel-6'daki gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyükük
ROE2	0.0771*** (43.52)		0.00943*** (11.36)
growth	-15.48** (-2.96)	82.68* (2.55)	-8.021*** (-3.68)
UN	-0.0000537 (-0.54)	-0.00238*** (-3.85)	0.00113*** (28.99)
EX	0.0311*** (10.16)	-0.0322 (-1.68)	0.0276*** (22.26)
IR	0.181** (2.68)	1.697*** (4.05)	-0.127*** (-4.50)
INF	0.000774 (0.53)	-0.000357 (-0.04)	0.000336 (0.55)
CA	0.00000821** (2.68)	-0.0000306 (-1.61)	0.00000615*** (4.83)
GD	0.000000605 (0.72)	-0.00000695 (-1.33)	0.000000286 (0.82)
size	-0.523*** (-17.82)	2.095*** (11.36)	
ROA2		2.961*** (43.52)	-0.0904*** (-17.82)
_cons	13.83*** (18.49)	-53.04*** (-11.26)	22.84*** (159.70)
N	6404	6404	6404
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(245)=2622,28 Prob>chi2=0.0000	Chi2(245)=13712,4 Prob>chi2=0.0000	Chi2(245)=1335,7 Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,243)=160.555 Prob>F=0.0000	F(1,243)=50.444 Prob>F=0.0000	F(1,243)=501.81 Prob>F=0.0000

Tablo-4c incelendiğinde Model-1 için döviz kuru, faiz oranı, cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan kamu açığı gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için firma performansının etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken,

lkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde negatif bir etkisi olan cari açık ve döviz kuru gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için işaret değiştirerek firma performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olmuştur.

Model-2'ye göre işsizlik zkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahipken, faiz oranının zkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha nce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde zkaynak karlılığı üzerinde büyüme haricinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, büyüme gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmaktan çıkararak işsizlik negatif, faiz oranı pozitif yönlü zkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmiştır. Model-3'e göre işsizlik, döviz kuru cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha nce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan enflasyon ve kamu açığı gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan gelişmiş ülkeler için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Gelişmiş olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce tahmin edilen (gelişmiş tüm ülkeler ve gelişmiş Amerika coğrafyasındaki ülkeler, gelişmiş Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki ülkeler) modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında anlamlı derecede farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin Asya-Pasifik coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmiş ülkelerin ortak davranışından farklılaştırdığı gözlemlenmiştir.

Tablo-4d. Panel-7’deki gelişmekte olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.198*** (32.59)		0.0114** (2.82)
growth	9.443 (0.33)	-89.54 (-0.98)	1.097 (0.07)
UN	-0.00114 (-1.20)	0.00186 (0.62)	0.000261 (0.53)
EX	-0.00750* (-2.04)	-0.000676 (-0.06)	0.00119 (0.62)
IR	-0.314 (-1.16)	0.520 (0.61)	-0.0799 (-0.57)
INF	-0.00103 (-0.20)	-0.0118 (-0.73)	0.00149 (0.56)
CA	0.0000935 (0.94)	0.0000457 (0.14)	-0.0000225 (-0.43)
GD	2.01e-10 (0.05)	1.01e-08 (0.75)	-3.66e-11 (-0.02)
size	0.0257 (0.54)	0.423** (2.82)	
ROA2		1.986*** (32.59)	0.00693 (0.54)
_cons	8.378* (2.21)	-13.46 (-1.12)	24.43*** (12.99)
N	1641	1641	1641
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(113)=403,43 Prob>chi2=0.0000	Chi2(113)=3618,8 Prob>chi2=0.0000	Chi2(113)=50696,0 Prob>chi2=0.000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,105)=45.249 Prob>F=0.0000	F(1,105)=3.891 Prob> F = 0.0512	F(1,105)=98.14 Prob>F=0.0000

Tablo-4d incelendiğinde yalnızca Model-1 için döviz kurunun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan işsizlik, faiz oranı, enflasyon, cari açık, kamu açığı gelişmekte olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için aktif karlılık etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 ve Model-3 için istatistiksel olarak anlamlı bir etki gözlenmemiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı ve firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişkenler varken, gelişmekte olan ve Amerika coğrafyasında bulunan ülkeler için özkaynak karlılığı ve firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken tespit edilememiştir.

Gelişmekte olan Amerika coğrafyasındaki ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan tüm ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda Amerika coğrafyasındaki ülkelerin davranışlarının tüm gelişmekte olan ülke davranışlarından farklılık gösterdiği söylenebilir. Bir başka ifade ile ülkelerin Amerika coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmekte olan ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-4e. Panel-8'deki gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0000481		0.00000334
	(0.73)		(0.23)
growth	0.255	-610.2*	-0.394
	(0.18)	(-2.03)	(-1.22)
UN	-0.00289***	0.0310	-0.00151***
	(-9.51)	(0.49)	(-23.18)
EX	-0.0275***	-0.148	-0.00987***
	(-7.86)	(-0.20)	(-12.74)
IR	0.0778*	-4.666	-0.181***
	(2.04)	(-0.59)	(-22.14)
INF	0.00970**	-0.135	0.00713***
	(2.71)	(-0.18)	(8.97)
CA	-0.0000493	0.00371	0.000107***
	(-1.37)	(0.50)	(13.54)
GD	-0.0000866	-0.00284	0.0000992
	(-0.21)	(-0.03)	(1.06)
size	-0.571***	2.876	
	(-9.43)	(0.23)	
ROA2		2.070	-0.0285***
		(0.73)	(-9.43)
_cons	24.63***	-18.45	28.10***
	(12.16)	(-0.04)	(111.48)
N	5369	5369	5369
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(170)=847,200	Chi2(170)=207048,7	Chi2(170)=474,92
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,168)=182.385	F(1,168) = 1.316	F(1,168)=191.542
	Prob>F= 0.0000	Prob > F=0.2529	Prob>F=0.0000

Tablo-4e incelendiğinde Model-1 için işsizlik ve döviz kurunun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve

negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, faiz oranı ve enflasyonun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan kamu açığı ve cari açık gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkeler için firma performansının etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerde firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre büyümenin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu modelin sonuçları daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen model sonuçlarıyla aynıdır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’e göre işsizlik, döviz kuru, faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olan kamu açığı ve büyüme gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerde artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir. İşsizlik ve döviz kurunun firma performansı üzerindeki etkisi gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan ülkelerde pozitiften negatife dönmüştür.

Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce tahmin edilen diğer model sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda gelişmekte olan ve Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki ülkelerin davranışlarının tüm gelişmekte

ve gelişmekte olan Amerika coğrafyasındaki ülke davranışlarından farklılık gösterdiği söylenbilir. Bir başka ifade ile ülkelerin Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmekte olan ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4f. Panel-9'daki gelişmekte olan Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.104***		0.00365*
	(32.22)		(2.41)
growth	-11.92	76.53	-2.327
	(-1.52)	(1.65)	(-0.80)
EX	-0.000315***	0.000183	0.000191***
	(-5.58)	(0.54)	(9.29)
IR	0.531*	-2.546*	0.145
	(2.42)	(-1.96)	(1.79)
INF	0.0142	-0.119	-0.0113*
	(1.00)	(-1.42)	(-2.15)
CA	-0.0000268	0.0000479	-0.0000216***
	(-1.73)	(0.52)	(-3.79)
GD	0.00000528	-0.0000114	0.00000117
	(1.15)	(-0.42)	(0.69)
size	0.349***	0.938*	
	(5.35)	(2.41)	
ROA2		3.650***	0.0476***
		(32.22)	(5.35)
_cons	-4.132	-29.78*	25.13***
	(-1.88)	(-2.30)	(47.22)
N	1692	1692	1692
Heteroskedasticity	chi2 (138)=2272922,09	chi2 (138)=34032,952	chi2 (138)=3163255,75
	Prob>chi2 =0.0000	Prob>chi2 =0.0000	Prob>chi2 =0.0000
Autocorrelation	F(1,121) =71.684	F(1,121) =3.781	F(1,121) =24.901
	Prob > F =0.0000	Prob > F =0.0542	Prob > F = 0.0000
<i>Not: Gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkeleri için işsizlik (UN) verisine ulaşamadığı için model (UN) değişkeni dahil edilmeden tahmin edilmiştir.</i>			

Tablo-4f incelendiğinde Model-1 için döviz firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, faiz oranının firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan enflasyon, cari açık, kamu açığı gelişmekte olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre faiz oranı özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı üzerinde büyüme haricinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, büyüme gelişmekte olan ve Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için anlamlı bir değişken olmaktan çıkarak, faiz oranı negatif olarak özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 ‘e göre döviz kurunun firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, faiz oranı ve kamu açığı gelişmekte olan Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan enflasyon ve cari açık işaret değiştirerek negatif bir etkiye dönmüştür.

Gelişmekte olan Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce tahmin edilen model sonuçlarıyla karşılaştırıldığında anlamlı derecede farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda gelişmekte olan Asya-Pasifik coğrafyasındaki ülkelerin davranışlarının gelişmekte olan tüm, gelişmekte olan Amerika coğrafyasındaki ülke ve gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu coğrafyasındaki davranışlarından farklılık gösterdiği söylenebilir. Bir başka ifade ile ülkelerin Asya-Pasifik coğrafyasında olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer gelişmekte olan ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4g. Panel-10'daki Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler'in panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.171***		0.00953***
	(38.64)		(4.50)
growth	3.053	-12.85	0.416
	(0.79)	(-1.04)	(0.27)
UN	0.0000919	-0.000243	0.00000398
	(1.74)	(-1.45)	(0.19)
EX	-0.000801	-0.0184***	-0.0000896
	(-0.85)	(-6.15)	(-0.24)
IR	0.246*	-1.163***	-0.166***
	(2.53)	(-3.76)	(-4.23)
INF	-0.000954	-0.00537	0.00174
	(-0.30)	(-0.52)	(1.34)
CA	-0.00000631*	0.00000682	0.000000819
	(-2.56)	(0.87)	(0.82)
GD	7.72e-10	1.37e-08	-8.18e-10
	(0.25)	(1.37)	(-0.65)
size	-0.192***	0.592***	
	(-4.65)	(4.50)	
ROA2		1.729***	-0.0314***
		(38.64)	(-4.65)
_cons	7.147***	1.061	25.87***
	(5.16)	(0.24)	(72.49)
N	3565	3565	3565
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(142)=3399,56	Chi2(142)=1864,27	Chi2(142)=148,41
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,134)=75.369	F(1,134)=5.124	F(1,134)=159.369
	Prob>F=0.0000	Prob >F=0.0252	Prob>F=0.0000

Tablo-4g incelendiğinde Model-1 için faiz oranının firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan işsizlik, döviz kuru, enflasyon ve kamu açığı Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre döviz kuru ve faiz oranının özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, döviz kuru ve faiz oranı Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur. Büyüme ise, daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip iken, Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 ‘e göre faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, döviz kuru, enflasyon, cari açık, kamu açığı Amerika coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Amerika coğrafyasında bulunan kıta ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce farklı coğrafi kümelenmelere göre tahmin edilen diğer

modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin Amerika coğrafyasında bulunan kıta ülkeler olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4h. Panel-11'deki Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler'in ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.000105		-0.000000437
	(1.76)		(-0.03)
growth	0.208	-566.3**	-0.479
	(0.16)	(-2.95)	(-1.52)
UN	-0.000578***	0.0139	-0.000372***
	(-7.29)	(1.18)	(-19.48)
EX	-0.0164***	-0.0319	-0.00225***
	(-15.34)	(-0.20)	(-8.56)
IR	0.140***	-1.891	-0.174***
	(6.36)	(-0.58)	(-33.84)
INF	0.0113***	-0.0510	0.00335***
	(5.58)	(-0.17)	(6.79)
CA	-0.0000204***	-0.000408	0.0000242***
	(-4.19)	(-0.56)	(20.66)
GD	0.000000980	0.0000357	-0.00000258**
	(0.25)	(0.06)	(-2.72)
size	-0.353***	-0.162	
	(-9.73)	(-0.03)	
ROA2		2.321	-0.0210***
		(1.76)	(-9.73)
_cons	14.00***	13.94	24.67***
	(15.45)	(0.10)	(588.22)
N	12678	12678	12678
Heteroskedasticity	Chi2 (365)=9211,71	Chi2 (365)=6538034,74	Chi2 (365)=578,811
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
Autocorrelation	F(1,314)=236.283	F(1,314)=2.223	F(1,314)=542.740
	Prob>F= 0.0000	Prob>F=0.1370	Prob>F= 0.0000

Tablo-4h incelendiğinde Model-1 için işsizlik, döviz kuru, cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, faiz oranı ve enflasyonun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan kamu açığı Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta Ülkelerde firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre büyüme haricinde makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen model ile aynı özellikte modeldir.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 ‘e göre işsizlik, döviz kuru, faiz oranı, kamu açığının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, enflasyon ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan işsizlik ve döviz kuru Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta ülkeler için firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye dönüşmüştür. Tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan Kıta ülkeler için istatistiksel olarak anlamlı bir değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan kıta ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce farklı coğrafi kümelenmelere göre tahmin edilen modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin Avrupa-Orta Doğu coğrafyasında bulunan kıta ülkeler olmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-4i. Panel-12'deki Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler'in ülkelerin panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0771***		0.00943***
	(43.52)		(11.36)
growth	-15.48**	82.68*	-8.021***
	(-2.96)	(2.55)	(-3.68)
UN	-0.0000537	-0.00238***	0.00113***
	(-0.54)	(-3.85)	(28.99)
EX	0.0311***	-0.0322	0.0276***
	(10.16)	(-1.68)	(22.26)
IR	0.181**	1.697***	-0.127***
	(2.68)	(4.05)	(-4.50)
INF	0.000774	-0.000357	0.000336
	(0.53)	(-0.04)	(0.55)
CA	0.00000821**	-0.0000306	0.00000615***
	(2.68)	(-1.61)	(4.83)
GD	0.000000605	-0.00000695	0.000000286
	(0.72)	(-1.33)	(0.82)
size	-0.523***	2.095***	
Heteroskedasticity	chi2(245)=2622,28	chi2(245)=13712,40	chi2(245)=1335,71
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
Autocorrelation	F(1,243)=160.555	F(1,243)=50.444	F(1, 243)=501.819
	Prob>F=0.0000	Prob>F=0.0000	Prob>F=0.0000

Tablo-4i incelendiğinde Model-1 için döviz kuru, faiz oranı ve cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, büyümenin firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan işsizlik, enflasyon ve kamu açığı Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için firma performansını etkileyen

bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı ve negatif değişken olan döviz kuru ve cari açık işaret değiştirerek pozitif bir etkiye sahip olmuştur. Ayrıca tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olmayan büyüme, Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için firma performansını negatif etkileyen bir değişken olmuştur.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre büyüme ve faiz oranının özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenirken, işsizliğin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, işsizlik ve faiz oranı Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’e göre büyüme ve faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, işsizlik, döviz kuru ve cari açık firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olmuştur. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan enflasyon ve kamu açığı Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan Kıta Ülkeler için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan kıta ülkeler için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce farklı coğrafi kümelenmelere göre tahmin edilen modelin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin Asya-Pasifik coğrafyasında bulunan kıta ülkeler olmaları makroekonomik

değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Burada Tablo-4a ve Tablo-4i arasındaki sonuçlar açık bir şekilde göstermektedir ki ülkelerin farklı coğrafyalarda bulunmaları makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır. Bu bulgu literatürde birçok farklı alan için test edilen bölgesel etki hipotezinin geçerliliği yönünde kanıtlar sunmaktadır.

Peki makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar göstermekte midir? sorusu akla gelmektedir. Bu soruya yanıt aramak adına tüm veri setinde yeteri kadar gözleme sahip olan tek tek ülkeler için ayrı ayrı olmak üzere yeniden tahmin edilmiştir. Zaman serisi analizi sonucu bu ülkelere karar verilmiştir. Tüm ülkelerden yalnızca Türkiye, Fransa, İngiltere, Japonya, İsviçre, Hollanda, Finlandiya, İsveç, Portekiz, Avustralya, Meksika, Macaristan, Yunanistan, Şili ülkeleri yeterli gözleme sahiptir. Tahmin sonuçları Tablo-5a ile Tablo-5n arasında raporlanmıştır.

Tablo-5a. Panel-13'teki sadece Türkiye'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0000434		0.00000429
	(0.62)		(0.36)
growth	-0.388	134.1	-0.0372
	(-0.20)	(0.32)	(-0.11)
UN	-0.00105	0.138	0.000114
	(-1.70)	(1.01)	(1.07)
EX	-0.334	-172.0	0.414***
	(-0.77)	(-1.81)	(5.60)
IR	0.150**	-13.10	-0.0310***
	(2.85)	(-1.13)	(-3.43)
INF	0.0110*	1.265	0.00297***
	(2.24)	(1.17)	(3.53)
CA	-0.000139**	0.0168	-0.00000987
	(-2.64)	(1.45)	(-1.09)
GD	-0.0313	31.58**	-0.000759
	(-0.65)	(2.98)	(-0.09)
size	-1.044***	7.069	
	(-11.79)	(0.36)	
ROA2		2.098	-0.0306***
		(0.62)	(-11.79)
_cons	29.09***	138.5	20.66***
	(10.66)	(0.23)	(58.88)
N	4211	4211	4211
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2 (99)=549,12	Chi2(99)=6689,46	Chi2(99)=13945,14
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1, 98) =146.657	F(1,98) =0.756	F(1,98) = 200.507
	Prob>F =0.0000	Prob>F = 0.3866	Prob>F =0.0000

Tablo-5a incelendiğinde Model-1 için faiz oranı ve enflasyonun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan işsizlik, döviz kuru, kamu açığı sadece Türkiye’deki firmalar için firma performansının etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre kamu açığının özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, sadece Türkiye’deki firmalar için kamu açığı özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur, büyüme ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’e göre döviz kuru ve enflasyonun firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenirken, faiz oranının firmaların performans kriteri olarak alınan firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, cari açık ve kamu açığı sadece Türkiye’deki firmalar için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Türkiye için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre

önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5b. Panel-14'teki sadece Fransa'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0703***		-0.00101
	(21.22)		(-0.73)
growth	33.84	39.64	1.901
	(0.63)	(0.07)	(0.12)
UN	-0.00442*	0.0366*	0.000249
	(-2.57)	(2.12)	(0.49)
EX	-0.876	36434	-0.336
	(-1.23)	(1.54)	(-1.61)
IR	-0.289	6.267	-0.254
	(-0.56)	(1.21)	(-1.67)
INF	0.00478	-0.0526	-0.0000297
	(0.70)	(-0.77)	(-0.01)
CA	0.0000304	0.000145	-0.00000824
	(0.84)	(0.40)	(-0.78)
GD	0.0134	-0.0257	0.00132
	(1.70)	(-0.33)	(0.57)
size	-0.249	-1.172	
	(-1.57)	(-0.73)	
ROA2		7.072***	-0.0215
		(21.22)	(-1.57)
_cons	26.61**	-152.7	26.69***
	(3.04)	(-1.73)	(11.73)
N	456	456	456
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(14)=40883,5	Chi2(14) =207,77	Chi2(14)=2227,08
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,8) =1544.071	F(1,8)=168.428	F(1,8)=38.560
	Prob >F =0.0000	Prob >F =0.0000	Prob>F=0.0003

Tablo-5b incelendiğinde Model-1 için işsizliğin firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen

modelde anlamlı bir değişken olan döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, cari açık, kamu açığı Fransa'daki firmalar için firma performansının etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan faiz oranları sadece Fransa'daki firmalarda firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2'ye göre işsizliğin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, Fransa'daki firmalar için işsizlik özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur, büyüme ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 'e göre hiçbir makroekonomik değişkenin firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görölmektedir ki Fransa için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5c. Panel-15'teki sadece İngiltere'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.00768***		-0.000524
	(6.29)		(-1.82)
growth	-7.973	186.0	1.538
	(-0.46)	(0.41)	(0.38)
UN	0.000594	0.00359	-0.00000364
	(0.67)	(0.15)	(-0.02)
EX	11.14***	-34.54	-0.659
	(5.58)	(-0.64)	(-1.40)
IR	-0.966*	4.431	-0.206*
	(-2.43)	(0.42)	(-2.23)
INF	-0.00744	0.0215	0.00120
	(-1.14)	(0.12)	(0.80)
CA	0.0000865**	-0.00193*	-0.0000221**
	(2.82)	(-2.38)	(-3.11)
GD	0.0000233	-0.000208	0.00000711
	(1.05)	(-0.36)	(1.38)
size	-0.410**	-6.806	
	(-2.90)	(-1.82)	
ROA2		5.360***	-0.0220**
		(6.29)	(-2.90)
_cons	2.815	149.5	25.40***
	(0.56)	(1.13)	(31.55)
N	923	923	923
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(28) =415,55	Chi2(28) =605,143	Chi2(28)=20441,89
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,20)=31.341	F(1,20)=320.252	F(1,20) = 579.008
	Prob >F =0.0000	Prob >F =0.0000	Prob >F =0.0000

Tablo-5c incelendiğinde Model-1 için döviz kuru ve cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenirken, faiz oranının firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı değişken olan işsizlik, enflasyon, kamu açığı İngiltere’deki firmalar için firma performansını etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan faiz oranı İngiltere’deki firmalarda pozitiften negatife, döviz kuru ve cari açık negatiften pozitifte dönmüştür.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre cari açığın özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, İngiltere’deki firmalar için cari açık özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur, büyüme ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3 ‘e göre faiz oranı ve cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olan cari açık sadece İngiltere’deki firmalar için firma büyüklüğünü negatif etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken olmuştur. Tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, döviz kuru, enflasyon, kamu açığı İngiltere’deki firmalar için firma büyüklüğünü etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki İngiltere için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-5d. Panel-16'deki sadece Japonya'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0825*** (37.65)		0.00905*** (9.13)
growth	-14.80* (-2.38)	42.39 (1.24)	-4.769 (-1.89)
UN	-0.00212*** (-5.02)	-0.00226 (-0.97)	-0.000107 (-0.63)
EX	0.000381 (0.06)	-0.0264 (-0.78)	0.00921*** (3.70)
IR	1.196*** (4.59)	1.377 (0.96)	0.482*** (4.56)
INF	-0.00293 (-1.72)	-0.00153 (-0.16)	-0.00111 (-1.61)
CA	0.00000842** (2.68)	-0.0000203 (-1.18)	0.00000704*** (5.53)
GD	0.000000774 (0.90)	-0.00000553 (-1.17)	0.000000364 (1.04)
size	-0.479*** (-14.64)	1.662*** (9.13)	
ROA2		2.499*** (37.65)	-0.0789*** (-14.64)
_cons	20.06*** (12.20)	-40.19*** (-4.39)	27.26*** (48.01)
N	5459	5459	5459
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(225)=726,17 Prob>chi2=0.0000	Chi2(225)=21068,01 Prob>chi2=0.0000	Chi2(225)=385,874 Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,223)=117.135 Prob > F=0.0000	F(1,223)=16.423 Prob > F=0.0001	F(1,223)=368.700 Prob > F=0.0000

Tablo-5d incelendiğinde Model-1 için işsizliğin firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenirken, faiz oranı ve cari açığın firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik sadece Japonya’daki firmalarda firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olmuş, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde negatif bir etkisi olan cari açık Japonya’ daki firmalarda firma performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olarak yön değiştirmiştir. Ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı değişkenler olan döviz kuru, enflasyon, kamu açığı sadece Japonya’ daki firmalarda firma performansı üzerinde etkisi olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı değişken olmayan büyüme, Japonya’ daki firmalarda firma performansı üzerinde negatif etkiye sahip olmuştur.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre hiçbir makroekonomik değişkenin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’ e göre döviz kuru, faiz oranı, cari açığın firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olan faiz oranı Japonya’daki firmalarda firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olmuştur. Tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı değişkenler olan büyüme, işsizlik, enflasyon, kamu açığı Japonya’daki firmalarda firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Japonya için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-5e. Panel-17'deki sadece İsviçre'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.235***		0.0395***
	(21.90)		(8.14)
growth	-30.51	731.3***	14946
	(-0.44)	(3.62)	(0.52)
UN	-0.0217	0.0672	-0.00874
	(-0.90)	(0.94)	(-1.06)
EX	-5.662**	15.46*	-1.688*
	(-2.63)	(2.43)	(-2.28)
IR	-0.280	3.147	-0.0449
	(-0.37)	(1.42)	(-0.17)
INF	-0.0135	0.0605*	-0.00314
	(-1.65)	(2.50)	(-1.11)
CA	0.0000273	-0.000259	0.00000462
	(0.40)	(-1.30)	(0.20)
GD	-0.0200	0.0495	-0.00702
	(-0.84)	(0.70)	(-0.86)
size	-1.885***	2.910***	
	(-19.26)	(8.14)	
ROA2		2.056***	-0.223***
		(21.90)	(-19.26)
_cons	59.99***	-109.2***	29.13***
	(7.24)	(-4.33)	(10.79)
N	511	511	511
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(34)=31025,7	Chi2(34)=50365,22	Chi2(34)=2076,01
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,29)=107.514	F(1,29)=30.915	F(1,29)=13.778

Tablo-5e incelendiğinde Model-1 için döviz kurunun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan işsizlik, faiz oranı, enflasyon, cari açık ve kamu açığı İsviçre'deki firmalar için firma performansının etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2'ye göre döviz kuru ve enflasyonun özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, İsviçre'deki firmalar için döviz kuru ve enflasyon da özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3'e göre döviz kurunun firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, faiz oranı, enflasyon, cari açık ve kamu açığı sadece İsviçre'deki firmalar için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı makroekonomik değişkenler değildir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki İsviçre için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5f. Panel-18'daki sadece Hollanda'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklük
ROE2	0.0267***		0.000765
	(11.37)		(1.12)
growth	16.40	175.3	-2.811
	(0.75)	(0.54)	(-0.48)
UN	0.00102	0.0863	-0.000649
	(0.26)	(1.50)	(-0.62)
EX	-3.199**	13.75	-0.492
	(-2.60)	(0.75)	(-1.50)
IR	0.526	16.01**	-0.140
	(1.35)	(2.78)	(-1.34)
INF	0.0307***	-0.153	0.00417*
	(4.73)	(-1.57)	(2.38)
CA	0.000000567	0.000677	0.00000937
	(0.01)	(0.67)	(0.51)
GD	0.0426	-1.037	-0.00248
	(0.88)	(-1.45)	(-0.19)
size	-0.972***	2.347	
	(-7.11)	(1.12)	
ROA2		5.831***	-0.0692***
		(11.37)	(-7.11)
_cons	31.29***	-188.2*	26.04***
	(5.83)	(-2.32)	(23.91)
N	701	701	701
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(17)=22929,87	Chi2(17)=1855,77	Chi2(17)=606106,347
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,14) = 113.657	F(1,14)=1.992	F(1,14)= 1214.191
	Prob> F=0.0000	Prob>F=0.1800	Prob > F=0.0000

Tablo-5f incelendiğinde Model-1 için döviz kurunun firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki olduğu gözlenirken, faiz oranının firmaların performans kriteri olarak alınan aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan işsizlik, enflasyon, cari açık ve kamu açığı Hollanda’daki firmalar için firma performansının etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2’ye göre faiz oranının özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, Hollanda’daki firmalar için faiz oranı özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur, büyüme ise özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için firmaların performans kriteri olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Model-3’e göre enflasyonun firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, işsizlik, döviz kuru, faiz oranı, cari açık ve kamu açığı sadece Hollanda’daki firmalar için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Hollanda için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre

önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5g. Panel-19'daki sadece Finlandiya'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyükük
ROE2	0.387***		0.0379***
	(76.40)		(5.76)
growth	3.959	-8.868	-1.893
	(0.88)	(-0.85)	(-0.71)
UN	-0.000455	-0.0268*	-0.00203
	(-0.09)	(-2.29)	(-0.68)
EX	0.195	0.207	0.144
	(1.21)	(0.56)	(1.52)
IR	0.00314	-0.0294	0.00290
	(0.04)	(-0.17)	(0.07)
INF	0.00237	0.00214	0.00185
	(1.31)	(0.51)	(1.74)
CA	0.00000216	-0.0000323	-0.0000170
	(0.05)	(-0.30)	(-0.62)
GD	-0.0000460	0.000135	-0.0000168
	(-0.81)	(1.03)	(-0.51)
size	-0.424***	0.585***	
	(-9.85)	(5.76)	
ROA2		2.067***	-0.147***
		(76.40)	(-9.85)
_cons	8.685***	-5.311	22.51***
	(6.60)	(-1.72)	(43.25)
N	1466	1466	1466
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(25)=33322,65	Chi2(25)=58410,53	Chi2(25)=10296,85
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,24) = 10.909	F(1,24) = 14.811	F(1,24) = 558.745
	Prob > F=0.0030	Prob > F=0.0008	Prob > F=0.0000

Tablo-5g incelendiğinde Model-1 için makroekonomik değişkenlerden hiç birinin aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2'ye göre işsizliğin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, sadece Finlandiya'daki firmalar için işsizlik özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişken olmuştur, büyüme ise Finlandiya'daki firmalar için özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görölmektedir ki Finlandiya için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5h. Panel-20'deki sadece İsviçre'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0311 ^{***}		-0.00117 [*]
	(11.11)		(-2.33)
growth	29.34	249.9	-3.212
	(0.97)	(1.02)	(-0.61)
UN	0.00377	-0.00335	0.000547
	(0.51)	(-0.06)	(0.42)
EX	-0.563	3.054	0.0277
	(-1.56)	(1.04)	(0.44)
IR	-0.0705	-3.654	-0.160 ^{**}
	(-0.24)	(-1.53)	(-3.15)
INF	0.0214 ^{**}	-0.0421	0.000146
	(2.61)	(-0.63)	(0.10)
CA	0.000163	0.00253	0.0000131
	(0.99)	(1.89)	(0.46)
GD	0.00000177	-0.00000992	1.24e-08
	(0.35)	(-0.24)	(0.01)
size	0.790 ^{***}	-2.568 [*]	
	(5.88)	(-2.33)	
ROA2		2.059 ^{***}	0.0238 ^{***}
		(11.11)	(5.88)
_cons	-13.20 [*]	44.27	24.89 ^{***}
	(-1.99)	(0.82)	(25.13)
N	1802	1802	1802
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(29)= 42902,40	Chi2(29)=1694,400	Chi2(29) = 4244,62
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,28)=133.478	F(1,28)=16314.629	F(1,28) = 275.311
	Prob > F=0.0000	Prob > F=0.0000	Prob > F=0.0000

Tablo-5h incelendiğinde Model-1 için enflasyonun aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce

Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan büyüme, işsizlik, döviz kuru, faiz oranı, cari açık, kamu açığı İsveç’deki firmalar için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-2 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-3 için faiz oranının firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan büyüme, işsizlik, döviz kuru, enflasyon, cari açık, kamu açığı İsveç’deki firmalar için firma performansını etkileyen bir makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki İsveç için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5i. Panel-21'deki sadece Portekiz'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.123***		0.00517*
	(12.01)		(2.03)
growth	62.37	-282.2*	-0.382
	(1.44)	(-1.99)	(-0.04)
UN	-0.000762	-0.00328	-0.000695
	(-0.22)	(-0.29)	(-0.89)
EX	-0.0310	0.0706	0.00424
	(-1.23)	(0.85)	(0.73)
IR	0.211	-0.454	0.0453
	(1.47)	(-0.96)	(1.38)
INF	-0.000820	-0.0323	0.0000930
	(-0.10)	(-1.15)	(0.05)
CA	-0.0000554	-0.00115	0.0000187
	(-0.30)	(-1.89)	(0.44)
GD	-0.00000983	0.0000874	0.00000254
	(-0.10)	(0.28)	(0.12)
size	-0.123	1.059*	
	(-0.77)	(2.03)	
ROA2		1.316***	-0.00644
		(12.01)	(-0.77)
_cons	7.916	-22.86	21.39***
	(1.17)	(-1.03)	(15.92)
<i>N</i>	750	750	750
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(18)=35793,65	Chi2(18)=271,596	Chi2(18) =16277,81
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,16)=949.000	F(1,16)=52.605	F(1,16)=500.645
	Prob > F=0.0000	Prob > F=0.0000	Prob > F=0.0000

Tablo-5i incelendiğinde Model-1 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-2 için firmaların performans kriteri olarak özkaynak karlılığı alınmıştır. Model-2'ye göre büyümenin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1'de tüm ülkeler için tahmin edilen model ile aynı şekilde modellenmiştir.

Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Portekiz için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5j. Panel-22'deki sadece Avustralya'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.0613***		0.0128***
	(21.77)		(8.01)
growth	5.210	151.8	0.370
	(0.41)	(1.26)	(0.06)
UN	-0.0134***	0.0315	-0.00194
	(-6.23)	(1.52)	(-1.85)
EX	-0.442	4.429	-0.728*
	(-0.71)	(0.76)	(-2.46)
IR	-0.640***	2.240	-0.182**
	(-4.61)	(1.69)	(-2.72)
INF	0.000793	-0.0101	-0.000105
	(0.22)	(-0.30)	(-0.06)
CA	-0.0000117	-0.000471	-0.00000120
	(-0.40)	(-1.70)	(-0.09)
GD	0.0000369**	0.0000130	0.00000146
	(2.87)	(0.11)	(0.23)
size	-0.811***	4.959***	
	(-12.98)	(8.01)	
ROA2		5.453***	-0.187***
		(21.77)	(-12.98)
_cons	32.59***	-160.8***	25.95***
	(12.99)	(-6.39)	(26.02)
N	945	945	945
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(20)=14374.69	Chi2(20)=371,032	Chi2(20)=4647.15
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,19) =162.157	F(1,19) =214.299	F(1,19) = 258.207
	Prob > F = 0.0000	Prob>F=0.0000	Prob>F=0.0000

Tablo-5j incelendiğinde Model-1 için ile işsizlik ve faiz oranının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahipken, kamu açığının

aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde anlamlı bir değişken olan döviz kuru, enflasyon, cari açık Avustralya’ daki firmalar için firma performansının etkileyen makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşırken, ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik ve enflasyon Avustralya’daki firmalarda firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olmuş, kamu açığı ise negatifken pozitif bir etkiye sahip olmuştur.

Model-2 için döviz kuru ve faiz oranının özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, büyüme Avustralya’daki firmalar için döviz kuru ve faiz oranı özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur, büyüme ise özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin firma büyüklüğü üzerinde üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Avustralya için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmiş olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5k. Panel-23'teki sadece Meksika'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.241***		0.0224***
	(18.16)		(3.77)
growth	-19.22	14.25	-3.271
	(-0.49)	(0.13)	(-0.24)
UN	-0.0000138	-0.00444	0.000198
	(-0.01)	(-1.40)	(0.49)
EX	0.0431	-0.273	0.0720
	(0.23)	(-0.55)	(1.13)
IR	-0.0723	-1.370	-0.0569
	(-0.22)	(-1.57)	(-0.51)
INF	-0.000971	0.00203	-0.000820
	(-0.09)	(0.07)	(-0.21)
CA	0.0000892	0.0000813	0.00000723
	(0.83)	(0.28)	(0.19)
GD	1.24e-09	4.45e-09	-6.66e-12
	(0.42)	(0.55)	(-0.01)
size	-0.833***	1.367***	
	(-6.36)	(3.77)	
ROA2		1.756***	-0.0994***
		(18.16)	(-6.36)
_cons	24.38***	-6.238	24.30***
	(4.59)	(-0.43)	(16.33)
N	448	448	448
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi(33)=13660.24	Chi2(33)=72644.25	Chi2(33)=397121,6
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,25)=15.741	F(1,25)=9.049	F(1,25)=76.146
	Prob>F=0.0005	Prob > F = 0.0059	Prob > F = 0.0000

Tablo-5k incelendiğinde Model-1, Model-2 ve Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin aktif karlılık, özkaynak karlılığı ve firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görölmektedir ki Meksika için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.



Tablo-51. Panel-24'teki sadece Macaristan'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.312***		0.0448***
	(29.77)		(4.59)
growth	43770	54.22	17.38
	(0.53)	(1.07)	(1.34)
UN	0.00622	-0.0237**	-0.00127
	(1.68)	(-2.67)	(-0.55)
EX	0.00757	-0.0494*	0.00435
	(0.76)	(-2.06)	(0.71)
IR	0.0855	-0.231	0.158
	(0.48)	(-0.53)	(1.42)
INF	0.00279	-0.00766	-0.00145
	(0.69)	(-0.78)	(-0.58)
CA	-0.000257	-0.000323	-0.000175
	(-1.02)	(-0.53)	(-1.12)
GD	-0.000139	-0.00118	-0.000138
	(-0.19)	(-0.67)	(-0.31)
size	-0.215***	0.682***	
	(-3.48)	(4.59)	
ROA2		1.823***	-0.0824***
		(29.77)	(-3.48)
_cons	2.604	3.529	23.45***
	(0.71)	(0.40)	(11.32)
N	670	670	670
<i>Heteroskedasticity</i>	Chi2(15)=4253.22	Chi2(15)=17439.20	Chi2(15)=9452.27
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
<i>Autocorrelation</i>	F(1,14)=15.231	F(1,14)=16.604	F(1,14)=9.323
	Prob>F=0.0016	Prob>F=0.0011	Prob>F=0.0086

Tablo-51 incelendiğinde Model-1 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-2 için işsizlik ve döviz kurunun özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce

Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde büyüme haricinde özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmazken, Macaristan’daki firmalar için işsizlik ve döviz kuru özkaynak karlılığını etkileyen makroekonomik değişkenler olmuştur, büyüme ise özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan makroekonomik değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görülmektedir ki Macaristan için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5m. Panel-25'deki sadece Yunanistan'daki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.119***		-0.0117**
	(17.09)		(-2.82)
growth	-3.804	38.80	43173
	(-0.07)	(0.15)	(0.58)
UN	-0.00147	-0.0297	-0.0198***
	(-0.13)	(-0.51)	(-3.75)
EX	0.00638	-0.0382	-0.0372
	(0.16)	(-0.18)	(-1.94)
IR	0.109	-1.011	0.115
	(0.28)	(-0.51)	(0.63)
INF	-0.0118	0.118	0.0161
	(-0.40)	(0.78)	(1.16)
CA	0.0000213	-0.000355	-0.0000537
	(0.32)	(-1.03)	(-1.69)
GD	-0.000126	0.00103	0.0000719
	(-0.36)	(0.58)	(0.44)
size	-0.198*	-1.372**	
	(-2.08)	(-2.82)	
ROA2		3.133***	-0.0444*
		(17.09)	(-2.08)
_cons	5.031	76.07	54.33***
	(0.23)	(0.67)	(5.31)
N	488	488	488
Heteroskedasticity	Chi2(56)=281,9850	Chi2(56)=667,859	Chi2(56)=148,413
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
Autocorrelation	F(1,54)=75.106	F(1,54)=1388.200	F(1,54)=26.433
	Prob > F = 0.0000	Prob > F=0.0000	Prob > F =0.0000

Tablo-5m incelendiğinde Model-1 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-2 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin özkaynak karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Model-3 için işsizliğin firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Daha önce Panel-1’de tüm ülkeler için tahmin edilen modelde firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olan büyüme, döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, cari açık, kamu açığı Yunanistan’daki firmalar için artık firma büyüklüğünü etkileyen istatistiksel olarak anlamlı bir makroekonomik değişken değildir. Ülkeler bir bütün olarak ele alındığında firma performansı üzerinde pozitif bir etkisi olan işsizlik Yunanistan’daki firmalarda firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

Burada açık bir şekilde görölmektedir ki Yunanistan için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Tablo-5n. Panel-26'daki sadece Şili'deki firmaların panel regresyon tahmin sonuçları

	Model-1	Model-2	Model-3
	Aktif karlılık	Özsermaye karlılığı	Büyüklik
ROE2	0.193***		0.00975*
	(27.76)		(2.02)
growth	36.93	-235.2	-1.063
	(0.70)	(-1.38)	(-0.04)
UN	0.00285	-0.0192	-0.0000993
	(0.19)	(-0.39)	(-0.01)
EX	-0.00966	0.0199	0.000475
	(-1.67)	(1.06)	(0.15)
IR	-0.679	2.215	-0.0743
	(-1.28)	(1.29)	(-0.26)
INF	0.000890	-0.00588	0.000520
	(0.10)	(-0.21)	(0.11)
CA	0.0000259	0.000266	-0.00000716
	(0.10)	(0.32)	(-0.05)
GD	-0.000000113	0.000000198	-4.24e-09
	(-0.38)	(0.21)	(-0.03)
size	0.0777	0.350*	
	(1.45)	(2.02)	
ROA2		2.028***	0.0227
		(27.76)	(1.45)
_cons	7.371	-18.48	25.01***
	(0.87)	(-0.68)	(5.56)
<i>N</i>	1193	1193	1193
Heteroskedasticity	Chi2(80)=1098,257	Chi2(80)=1331,3	Chi (80)=163,25
	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.000
Autocorrelation	F(1,79)= 45.049	F(1,79)=3.867	F(1,79)= 63.554
	Prob>F=0.0000	Prob>F=0.0528	Prob>F =0.0000

Tablo-5n incelendiğinde Model-1, Model-2 ve Model-3 için makroekonomik değişkenlerden hiçbirinin aktif karlılık, özkaynak karlılığı ve firma büyüklüğü üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlenmemiştir.

Burada açık bir şekilde görölmektedir ki Şili için tahmin edilen modelin sonuçları daha önce gelişmekte olan ülkeleri temsil eden farklı panellere göre tahmin edilen modellerin sonuçlarıyla karşılaştırıldığında önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Bu kapsamda ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini diğer ülkelerin ortak davranışından farklılaştırmaktadır.

Burada Tablo-5a ve Tablo-5n arasındaki sonuçlar açık bir şekilde göstermektedir ki ülkelerin a ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermeleri makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır.

3. SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmelerin performanslarını artırması ve amaçlarını gerçekleştirebilmesi her şeyden önce karar alıcıların doğru kararlar almalarına bağlıdır. Bu kapsamda işletmelerin performansını etkileyen kriterlerin belirlenip bunların kontrol edilmesi ve kaynakların bu kriterlere göre düzenlenmesi, firma başarısını artırırken işletmelerin hedeflerini gerçekçi temeller üzerine kurmasını ve hedeflerine zamanında ulaşmasını kolaylaştırır. İşletmeler verdikleri kararlarda pek çok etkiyi dikkate almaktadırlar. Bu etkiler arasında en önemli olanlardan biri de makroekonomik değişkenlerdir. Bu kapsamda etkin kararların alınmasında hangi makroekonomik değişkenin şirket performansını ne yönde nasıl etkileyebileceğinin bilinmesi önem arz etmektedir.

Bu tezde makroekonomik değişkenlerin firmaların performans kriterleri üzerindeki test edilmiştir. Tezde firmaların performans kriteri olarak; aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılık oranı (ROE) ve firma büyüklüğünü (SZ) dikkate alırken, makroekonomik değişken olarak; büyüme, işsizlik oranı, döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, cari açık, kamu açığı dikkate alınmıştır. Tezin ampirik uygulaması için toplamda 28 ülke verisi incelenmiştir. Bu kapsamda bu tezde her bir ülke için 7 ve 28 ülke için toplamda 196 farklı makroekonomik değişken oluşturulurken, her şirket için 3 ve 1237 şirket için toplamda 3711 adet firmaya özgü performans kriteri analize dâhil edilmiştir. Toplamda 26 farklı panel grubu için 78 farklı regresyon tahmin modeli oluşturulmuştur.

Bu tezin ampirik bulguları makro ekonomik faktörlerin şirket performans kriterleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermektedir.

“Makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermekte midir?” sorusuna yanıt aramak adına tüm veri seti gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere iki farklı panel grubuna ayrılarak aynı modeller iki farklı panel grubu için tek tek yeniden tahmin edilmiştir. Ampirik bulgular iki farklı panel grubu için tahmin edilen modellerde değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlılıklarında ya da işaretlerinde

önemli değişiklikler ortaya çıkarmıştır. Aktif karlılık üzerinde, işsizlik ve faiz oranı makroekonomik değişkenleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklı yönde etki etmektedir. Özsermaye kalılığı üzerinde, büyüme ve işsizlik makroekonomik değişkenleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Firma büyüklüğü üzerinde ise, döviz kuru ve kamu açığı makroekonomik değişkenleri farklılık göstermektedir. Bu bulgular ülkelerin gelişmişlik düzeyinin makroekonomik değişkenler ile firma performans kriterleri arasındaki ilişkiyi etkilediğini ortaya koymaktadır.

“Makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi ülkelerin farklı coğrafi (bölgesel) kümelenmelerine göre farklılık göstermekte midir?” sorusuna yanıt aramak adına tüm veri seti farklı coğrafi bölgeleri temsil eden farklı panel gruplarına ayrılarak aynı modeller farklı panel grupları için tek tek yeniden tahmin edilmiştir. Ampirik bulgular panel grupları için tahmin edilen modellerde değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlılıklarında ya da işaretlerinde önemli değişiklikler ortaya çıkarmıştır. Aktif karlılık üzerinde, büyüme makroekonomik değişkeninin etkisi yalnızca Asya Pasifik Kıta Ülkeler için gözlenmiştir. Aktif karlılık üzerinde, işsizlik makroekonomik değişkeninin etkisi yalnızca Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu, Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu, Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler için gözlenmiştir. Aktif karlılık üzerinde, döviz kuru makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmiş Amerika, Gelişmiş Asya-Pasifik, Asya Pasifik Kıta Ülkeler pozitifken; Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu, Gelişmekte olan Amerika, Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu, Gelişmekte olan Asya-Pasifik, Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler için negatif olmuştur. Aktif karlılık üzerinde, faiz oranı makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmiş Amerika için negatifken, etkisi gözlenen diğer tüm ülkelerde pozitif olmuştur. Aktif karlılık üzerinde, cari açık makroekonomik değişkeninin etkisi ise, Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu, Amerika Kıta Ülkeler, Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler üzerinde etkisi negatifken, Gelişmiş Asya-Pasifik ve Asya Pasifik Kıta Ülkeler üzerinde etkisi işaret değiştirerek pozitifdir. Özsermaye karlılığı üzerinde, büyüme makroekonomik değişkeninin etkisi, Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu ve Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler için negatifken, Asya Pasifik Kıta Ülkeler işaret değiştirerek pozitifdir. Özsermaye karlılığı üzerinde, işsizlik makroekonomik değişkeninin etkisi, Gelişmiş Amerika,

Gelişmiş Asya-Pasifik ve Asya Pasifik Kıta Ülkeler için negatifken, Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu için pozitifdir. Özsermaye karlılığı üzerinde, faiz oranı makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmiş Amerika, Gelişmekte olan Asya-Pasifik, Amerika Kıta Ülkeler için negatifken, Gelişmiş Asya-Pasifik ve Asya Pasifik Kıta Ülkeler için pozitifdir. Firma büyüklüğü üzerinde, işsizlik makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu, Gelişmiş Asya-Pasifik, Asya Pasifik Kıta Ülkeler üzerinde pozitifken, Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu ve Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler üzerinde negatifdir. Firma büyüklüğü üzerinde, döviz kuru makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmiş Amerika, Gelişmiş Asya-Pasifik, Gelişmekte olan Asya-Pasifik, Asya Pasifik Kıta Ülkeler için pozitifken, Gelişmiş Avrupa-Orta Doğu, Gelişmekte olan Avrupa-Orta Doğu ve Avrupa-Ortadoğu Kıta Ülkeler için negatifdir. Firma büyüklüğü üzerinde, enflasyon makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkeleri üzerinde etkisi negatifken, etkisi gözlenen diğer tüm ülkelerde pozitifdir. Firma büyüklüğü üzerinde, cari açık makroekonomik değişkeninin etkisi Gelişmekte olan Asya-Pasifik ülkeleri üzerinde etkisi negatifken, etkisi gözlenen diğer tüm ülkelerde pozitifdir. Bu bulgu ülkelerin farklı coğrafyalarda bulunmalarının makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini farklılaştırdığını göstermektedir. Bu durum literatürde birçok farklı alan için test edilen bölgesel etki hipotezinin geçerliliği yönünde kanıtlar sunmaktadır.

“Makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisi ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik farklılıklarına göre değişim göstermekte midir?” sorusuna yanıt aramak adına tüm veri seti tahmin için yeterli gözleme sahip olan ülkeler için ülke özelinde tek tek yeniden tahmin edilmiştir. Ampirik bulgular farklı ülkeler için tahmin edilen modellerde değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlılıklarında ya da işaretlerinde önemli değişiklikler ortaya çıkarmıştır. Aktif karlılık üzerinde, döviz kuru makroekonomik değişkeninin etkisi yalnızca İngiltere için pozitifken, İsviçre ve Hollanda için negatifdir. Aktif karlılık üzerinde, faiz oranı makroekonomik değişkeninin etkisi İngiltere ve Avustralya için negatifken, Türkiye, Japonya ve Hollanda için pozitifdir. Aktif karlılık üzerinde, cari açık makroekonomik değişkeninin etkisi yalnızca Türkiye için negatifken, İngiltere ve Japonya için pozitifdir. Özsermaye karlılığı üzerinde, büyüme makroekonomik değişkeninin etkisi

İsviçre için pozitifken, Portekiz için negatiftir. Özsermaye karlılığı üzerinde, işsizlik makroekonomik değişkeninin etkisi Fransa için pozitifken, Finlandiya ve Macaristan için negatiftir. Özsermaye karlılığı üzerinde, döviz kuru makroekonomik değişkeninin etkisi İsviçre için pozitifken, Avustralya ve Macaristan için negatiftir. Özsermaye karlılığı üzerinde, faiz oranı makroekonomik değişkeninin etkisi Hollanda için pozitifken, Avustralya için negatiftir. Firma büyüklüğü üzerinde, faiz oranı makroekonomik değişkeninin etkisi Türkiye, İngiltere ve İsveç için negatifken, Japonya için pozitifdir. Firma büyüklüğü üzerinde, cari açık makroekonomik değişkeninin etkisi İngiltere için negatifken, Japonya için pozitifdir. Bu bulgu ülkelerin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına göre önemli farklılıklar içermelerinin makroekonomik değişkenlerin firma performans kriterleri üzerindeki etkisini farklılaştırdığını ortaya çıkarmaktadır. Bu farklı sorulara yanıt aramak aynı zamanda test edilen modelin güvenilirlik testi (robustness checks) yerine de geçebilecektir.

Bu tez tüm ülkeleri temsil edecek tek bir model ile firma performansı ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanmasının mümkün olmadığını ve bu ilişkinin açıklanmasında ülkelerin gelişmişlik düzeyinin, coğrafi olarak konumlarının ve kendilerine özgü sosyo-ekonomik farklılıklarının önemli rol oynadığını göstermektedir. Bu bulgular şirket performansını artırmaya yönelik olarak alınan kararlarda şirket yöneticilerine yol gösterebilecektir. Ayrıca politikacılar için de karar almalarında etkili olabilecektir.

KAYNAKÇA

Alam M. (2009). “Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries”, *International Journal of Business and Management (ISSN 1833-3850)*, Vol. 4(3), pp. 43-51

Albayrak A., Öztürk N., Tüylüoğlu Ş. (2012). “Makroekonomik Değişkenler İle Sermaye hareketlerinin İMKB-100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, *Ekonomik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt:8, Yıl:8, Sayı:2, 8:1-22

Alexiou C. ve Sofoklis V.(2009). “Determinants of bank profitability: Evidence from the Greek banking sector”, *Economic Annals (ISSN: 0013-3264 UDC: 3.33)*, Vol. LIV No. 182, July – September.

Barnor C. (2014). “The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns in Ghana (2000-2013)”, Walden University (Walden Dissertations and Doctoral Studies Collection), p. 203.

Coşkun N. Ve Topaloğlu E. (2016). “Makroekonomik Faktörlerin Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul Firmaları Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, *International Congress of Management Economy and Policy Proceedings Book*

Çekrezi A., (2013). “Analyzing the Impact of Firm’s Specific Factors and Macroeconomic Factors on Capital Structure: A Case of Small Non-Listed Firms in Albania”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Arnavutluk

Çiftçi S.(2014). “The influence of macroeconomic variables on stock performance”, University of Twente Master Thesis Business Administration, p. 59.

Kanwal, S. ve Nadeem, M. (2013). “The impact of macroeconomic variables on the profitability of listed commercial banks in Pakistan”, *European Journal of Business and Social Sciences*, 2 (9), 186-201.

Kiganda, E. O. (2014). "Effect of macroeconomic factors on commercial banks profitability in Kenya: Case of equity bank limited", *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5 (2).

Muthama C, Mbaluka P. ve Kalunda E. (2013). "An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya", *Journal of Finance and Investment Analysis*, vol. 2, no.2, 2013, 41-62.

Özer A., Kaya A., Özer N. (2011). "Hisse Senedi Fiyatları İle Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1, Ss.163-182

Pilinkus D.,(2010). "Macroeconomic Indicators And Their Impact On Stock Market Performance In The Short And Long Run: The Case Of The Baltic States", ISSN: 1392-8619 (Print) 1822-3613 (*Online*) *Journal*

Polat Ç., ve Peker K. Ö. (2016). "Makro Ekonomik Değişkenlerin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Otomotiv Sektörü Kapsamında Analizi", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*,17(1),21-60.

Ramadan I. Z. (2016). "EVA and the Impact of the Macroeconomic Variables: Evidence from the Jordanian Manufacturing Companies", *Asian Journal of Finance & Accounting*

Rashid A.,(2008). "Macroeconomic Variables And Stock Market Performance: Testing For Dynamic Linkages With A Known Structural Break, Savings and Development", *Research Center on International Cooperation of the University of Bergamo*,Vol 32 No:1, pp 77- 102

Rehman R. U., Zhang J., Ali R., (2014). "Firm Performance And Emerging Economies", *The Journal of Applied Business Research*, May/June, Vol. 30, No: 3

Sarıtaş, H., Kangallı Uyar, S. G., Gökçe, A. (2016). "Banka karlılığı ile finansal oranlar ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin sistem dinamik panel

veri modeli ile analizi: Türkiye araştırması”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11 (1), 87- 108.

Yerdelen Tatoğlu, F. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*, İstanbul: Beta Yayınları.

Yıldız M. E., Yalama A., Sevil G. (2009). “Sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin test edilmesi: Panel very analizi kullanılarak İMKB-imalat sektörü üzerinde ampirik bir uygulama”, *İktisat İşletme ve Finans*, 24 (278) : 25-45.

Wooldridge J. M. (2002). “Ecomometric Analysis of Cross Section and Panel Data”, *Cambridge: The MIT Press*

Zulfiqar Z., ve Ud Din, N. (2015). “Inflation, interest rate and firms’ performance: The evidences from textile industry of Pakistan”, *International Journal of Arts and Commerce*, 4 (2).

