

FİNANSAL PERFORMANS ARAŞTIRMALARINDA GÜNCEL YAKLAŞIMLAR

Editörler
Prof. Dr. Bener Güngör
Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen Kaygın

Finansal performans; muhasebeye dayalı finansal göstergeleri kullanarak işletmelerin kârlılığını, verimliliğini, etkinliğini ve maliyetlerini analiz etme sürecidir. Bu nedenle finansal performans analizi yalnızca işletme sahipleri için değil aynı zamanda yöneticiler, paydaşlar, yatırımcılar, tedarikçiler, kredi kuruluşları çalışanlar, rakipler vb. çıkar grupları açısından da önemlidir.

İşletmelerin finansal performanslarının farklı sektör ve farklı istatistiki metotlarla analizini içeren bu kitap, alanında doktora yapmış ve farklı üniversitelerde görev yapan çok sayıda akademisyenin çalışmalarını ve değerlendirmelerini içermektedir.

NOBEL BİLİMSEL ESERLER
www.nobelyayin.com
nobelyayin | nobelkitap | nobelcocuk | nobelyasam | nobelcocukyayin
www.nobelkitap.com
ISBN 978-625-7203-91-3

FİNANSAL PERFORMANS ARAŞTIRMALARINDA GÜNCEL YAKLAŞIMLAR
Editörler
Prof. Dr. Bener Güngör
Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen Kaygın



FİNANSAL PERFORMANS ARAŞTIRMALARINDA GÜNCEL YAKLAŞIMLAR
Editörler
Prof. Dr. Bener Güngör
Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen Kaygın

FİNANSAL PERFORMANS ARAŞTIRMALARINDA GÜNCEL YAKLAŞIMLAR

Editörler
Prof. Dr. Bener Güngör
Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen Kaygın

nobel BİLİMSEL ESERLER

FİNANSAL PERFORMANS ARAŞTIRMALARINDA GÜNCEL YAKLAŞIMLAR

Editörler: Prof. Dr. Bener Güngör - Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen Kaygın

Bilimsel Eserler No. : 448
ISBN : 978-625-7203-91-3
E-ISBN : 978-625-7203-92-0
Basım Sayısı : 1. Basım, Ekim 2020

© Copyright 2020, NOBEL BİLİMSEL ESERLER SERTİFİKA NO.: 20779
Bu baskının bütün hakları Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Tic. Ltd. Şti.ne aittir. Yayınevinin yazılı izni olmaksızın, kitabın tümünün veya bir kısmının elektronik, mekanik ya da fotokopi yoluyla basımı, yayımı, çoğaltımı ve dağıtımı yapılamaz.

Nobel Yayın Grubu, 1984 yılından itibaren ulusal ve 2011 yılından itibaren ise uluslararası düzeyde düzenli olarak faaliyet yürütmekte ve yayınladığı kitaplar, ulusal ve uluslararası düzeydeki yükseköğretim kurumları kataloglarında yer almaktadır.

'NOBEL BİLİMSEL ESERLER' Bir Nobel Akademik Yayıncılık markasıdır.

Genel Yayın Yönetmeni : Nevzat Argun -nargun@nobelyayin.com-
Yayın Koordinatörü : Gülfem Dursun -gulfem@nobelyayin.com-

Redaksiyon : Süleyman Gezgin -suleyman@nobelyayin.com-
Sayfa Tasarım : Samet Tekin -samet@nobelyayin.com-
Kapak Tasarım : Mehtap Yürümez -mehtap@nobelyayin.com-
Baskı ve Cilt : Vadi Grafik Tasarım ve Reklamcılık Ltd. Şti. Sertifika No: 47479
İvedik Org. San. 1420. Cad. No: 58/1 Yenimahalle/ANKARA

Kütüphane Bilgi Kartı

Güngör, Bener., Yerdelen Kaygın, Ceyda.
Finansal Performans Araştırmalarında Güncel Yaklaşımlar / *Bener Güngör - Ceyda Yerdelen Kaygın*
1. Basım. XVI + 350 s. 16x23,5 cm. Kaynakça var, dizin yok.
ISBN: 978-625-7203-91-3
E-ISBN: 978-625-7203-92-0
1. Finans 2. Finansal Performans 3.Finansal Analiz

Genel Dağıtım

ATLAS AKADEMİK BASIM YAYIN DAĞITIM TİC. LTD. ŞTİ.
Adres: Bahçekapı mh. 2465 sk. Oto Sanayi Sitesi No:7 Bodrum Kat Şaşmaz-ANKARA - siparis@nobelyayin.com-
Telefon: +90 312 278 50 77 - **Faks:** 0 312 278 21 65
E-Satış: www.nobelkitap.com - esatis@nobelkitap.com / www.atlaskitap.com - info@atlaskitap.com

Dağıtım ve Satış Noktaları: Alfa Basım Dağıtım, Arasta, Arkadaş Kitabevi, D&R Mağazaları, Dost Dağıtım, Ekip Dağıtım, Kida Dağıtım, Kitapsan, Nezih Kitabevleri, Pandora, Prefix, Remzi Kitabevleri

1. Bölüm

SERMAYE YAPISI FİRMA PERFORMANSINI ETKİLER Mİ?

Hasan Ayaydın - Abdulkadir Barut

Abdulmuttalip Pilatin - Fahrettin Pala

Giriş

Finans literatürü incelendiğinde işletmelerin borçlanma seviyeleri ve borç oranlarındaki değişiklikleri açıklayan farklı kuramsal teoriler olduğu görülmektedir. Teoriler açısından değerlendirildiğinde, işletmelerin sermaye yapılarının temel olarak borçlanma düzeyi, borçlanmanın ve öz sermayenin sağladığı faydalar açısından belirlendiği görülmektedir. İşletmelerin borçlanarak fon sağlaması durumu, borçlanmanın vergi tasarrufu diğer adıyla "vergi kalkanı" etkisiyle belirli bir seviyeye kadar işletmenin piyasa değerini artıran bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Daha yüksek borçluluk oranları ise işletmeye olumlu olarak katkı sunmanın aksine işletmenin iflas riskini arttırarak işletmenin piyasa değerinin düşmesine neden olabilmektedir.

Aslında işletmelerin kaldıraç faktöründen yararlanması, işletmelerin piyasa değeri açısından önce pozitif fakat bu borçlanmanın artarak devam etmesi durumunda ise işletmenin piyasa değerini negatif olarak etkilemektedir. Bu nedenle işletmelerin borçluluk oranları ve bu yapıyı oluşturan sermaye yapısı işletmelerin piyasa değerini etkilediği için bu unsurların bilinmesi önem arz etmektedir. İşletmelerin sermaye yapısı, uzun vadeli borçların yapısı ve toplam aktiflere oranı ve bunun yanı sıra işletme varlıklarının finanse edilmesinde kullanılan öz sermaye ile bağlantılıdır (Shapiro, 1998:408).

İşletmelerin sermaye yapısı bileşimleri finansal sıkıntılarla karşılaşmadan sürdürülebilir bir işletme faaliyetlerini açısından oldukça önemli bir husustur. İşletmelerin finansal açıdan ilk amacı, hisse sahiplerinin kârlılıklarının en yüksek olacak seviyeye ulaşmasıdır. Yani hisse başına kârın en yüksek seviyeye çıkarılmasıdır (Jensen ve Meckling, 1976). İşletmelerin bu hedefe varabilmeleri için daha düşük maliyetli ve yüksek getirisi olacak olan bir sermaye yapısı bile-

şimine ulaşabilmeleri gerekmektedir. Bu nokta işletmenin optimal sermaye noktası olarak da adlandırılabilir. Bu noktada işletmenin bünyesine kattığı fonların ne kadarının borç kaynaklardan ne kadarının ise öz kaynaklardan elde edildiği önem arz etmektedir.

Farklı sermaye yapılarında işletmelerin farklı sermaye maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Borç sermayenin farklı vade ve risk düzeyleri nedeniyle işletmeye olan maliyetler noktasında da farklılık bulunması normaldir. Yani işletme, öz sermayesini arttırarak kaynak sağlaması durumunda işletme yatırımcılarının aldıkları riske göre daha yüksek bir getiri beklentisi içerisinde olmaları işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini yükseltmektedir. Burada temel sorun; işletmenin kullandığı farklı fon kaynaklarının farklı maliyetlere sahip olduğundan hareketle, işletmenin sermaye bileşiminin piyasadaki rakip işletmelerle rekabet edebilir konumda olmasının sağlanabilmesidir.

Bu çalışmanın amacı, işletmelerin sermaye yapıları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu doğrultuda işletmelerin farklı borçluluk düzeylerinde işletmelerin sermaye yapılarının performanslarına etkisinin büyüklüğü ve bu etkinin yönünün belirlenmesi amaç edinilmiştir. Bunun yanında işletmelerin performanslarına önemli etkisi olan büyüklük, likidite, nakit akışı, vergi ve yatırım performansı gibi diğer kontrol değişkenlerinin etkisinin ortaya çıkarılması ve finans alanına katkı verilmesi hedeflenmektedir.

Bu amaçla 2011-2019 dönemlerinde Borsa İstanbul Bilişim Endeksinde (XUBLSM) sürekli olarak işlem gören 12 işletmeye ait Finnet veri tabanından alınmış yıllık borç ve performans verileri kullanılmıştır. Borsa İstanbul Bilişim Endeksinde 2019 yılı Aralık ayı itibariyle 18 işletme işlem görmektedir. Kalan 6 işletme, araştırma dönemine ait verileri olmadığı için kapsam dışı bırakılmıştır.

1. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Modigliani ve Miller'in (1958), literatürüne sağladıkları katkı, çoğu araştırmacı tarafından modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı olarak kabul edilmekle birlikte sermaye yapısı ilgisizlik teorisi, hem gerçekçi olmayan hem de ana akım akademik finansın temel varsayımına aykırı olan bir dizi varsayımlara dayandığı için eleştirilmiştir (Myers, 1993:80). Modigliani ve Miller çalışmalarında, firmaların finansman politikalarının veya sermaye yapılarının, işletmenin piyasa değerinde bir değişim ortaya çıkarmayacağını belirtmiştir. Ancak aktif piyasaların, Modigliani ve Miller'in (1958) çalışmalarında belirtilen temel varsayımlardan uzak oluşu ve vergi faktörünün dikkate alınmayışıyla ilgili eleş-

tiri içeren çok fazla sayıda çalışma yapılmıştır. Bu eleştiri noktalarının işletmenin borçlanma politikalarını önemli ölçüde değiştirmesiyle ilgili yapılan çok sayıda çalışma bu temel varsayımın geliştirilmesine dönük literatürdeki çalışmaların artmasına ortam hazırlamıştır.

Modigliani ve Miller'in (1958) sermaye yapısı üzerine öncü çalışmasını takiben, bu fikri destekleyen çalışmaların (Stiglitz, 1969; Rubinstein, 1973; Miller, 1977) yanı sıra eleştiren ve işletmelerin optimal sermaye yapısını konu edinen teoriler geliştirilmiştir. Bunlar 6 başlıkta incelenebilir.

1.1. Vergi Faktörü Kuramı (Vergi Kalkanı)

Modigliani ve Miller (1963) tarafından vergi faktörünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Buna göre işletmelerin kullandıkları kredilere ödediği faiz giderlerinin vergiden düşürülebilmesi avantajı nedeniyle finans literatüründe "vergi kalkanı" olarak da bilinen fayda sebebiyle şirketlerin öz sermaye ile finansman yerine daha çok borçlanma yolunu tercih edeceği ifade edilmiştir. Benzer bulgular Taggart (1977) ve Pozdena (1987) çalışmalarında da bulunmuştur.

1.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Kuramı

Stiglitz (1972), Titman (1984) ve Haugen ve Senbet (1978) çalışmalarında işletmelerin "vergi kalkanı" avantajından yararlanmak amacıyla daha fazla borçla finansmanı tercih etmesi ve bu oranın artması durumunda kredi anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini geri ödeme noktasında sıkıntıyla karşılaşabileceğini ve bunun sonucu olarak ortaya çıkabilecek olumsuz durum iflas maliyeti olarak tanımlanmış ve bu kavram literatüre "finansal sıkıntı maliyetleri kuramı" olarak girmiştir. Stiglitz (1988), Harris ve Raviv (1991), Brigham ve Houston (1999) da yaptıkları çalışmalarda benzer sonuçlar ile bu kurama katkı yapmışlardır.

1.3. Bilgi Çarpıklığı Kuramı

Ross (1977) ve Myers (1984) şirket yöneticileri ve işletme dışındaki paydaşların işletme hakkındaki bilgileri farklılık göstermektedir. İşletme dışında yer alan paydaşların işletmenin sermaye yapısındaki değişmelere (sinyal yaklaşımı) göre şirket değerini belirlemeye çalıştıkları belirtilmiştir. Bu teori literatürde "bilgi çarpıklığı" ya da "asimetrik bilgi" kuramı olarak da geçmektedir. Lelve ve Pyle (1977), Blazenko (1987), Harris ve Raviv (1991), Gitman (2003), Chen (2004) bilgi çarpıklığı üzerine çalışmalar yapmışlardır.

1.4. Temsilci Maliyetleri Kuramı

Jensen ve Meckling (1976) şirket yöneticileri, hissedarlar ve işletmeye borç verenler (şirket tahvili alanlar) arasındaki çıkar çatışmalarından yola çıkarak literatüre "temsilci maliyetleri kuramı" olarak geçen bu ilişkiyi incelemiştir. Fama (1980), Stulz (1990), Harris ve Raviv (1991) ve Wong, (2015) temsilciler ve çıkar grupları arasındaki çıkar çatışmaları üzerine destekleyici çalışmalarda bulunmuşlardır.

1.5. Dengeleme Kuramı

Literatürde "dengeleme kuramı" olarak isimlendirilen ve Kraus ve Litzenberger (1973) tarafından öncülük edilen kavram, işletmelerin optimal sermaye yapısının, vergi avantajının sağladığı borçlanma düzeyi ile iflas ve temsilci maliyetlerinin dengelenmesi arasında bir noktada olduğunu ifade etmiştir. Myers'in (1993) belirttiği gibi, "dengeleme kuramı"na en açık kanıt, kârlılık ve kaldıraç arasındaki güçlü ve ters yönlü korelasyon gösterilebilir. Bu görüşü destekler nitelikteki araştırmalar Kim (1978), Myers (1984), Korteweg, (2010), Graham ve Leary'de (2011), Strebulaev ve Yang (2013) ve Ardalan (2017) tarafından da yapılmıştır.

1.6. Finansman Hiyerarşisi Kuramı

Finansman hiyerarşisi Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılmış bir kuramdır. Bu kurama göre işletmeler fon ihtiyaçlarını gidermek için öncelikle iç kaynaklardan (özsermaye) ardından dış kaynaklardan (borçlanma) yararlanmaktadır. Dış kaynaklarda ilk sırayı borçlanma alırken ikinci sırada hisse senedi ihracı ile finansman yer almaktadır. Rajan ve Zingales (1995), Kjellman ve Hansen (1995), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003), Jong, Verbeek ve Verwijmeren (2010) ve Bhama, Jain ve Yadav (2018) kuramı geliştiren çalışmalar ortaya koymuşlardır.

2. Literatür Taraması

Sermaye yapısı şirket faaliyetlerinin en önemli disiplinlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Sermaye yapısı kararı şirketlerin sürdürülebilirliği üzerinde büyük etkisi olan hayati bir karardır (Jude Leon, 2013:56). Bu denli hayati öneme sahip sermaye yapısı, araştırmacı ve akademisyenlerinde dikkatini çekerek konuya olan ilgi giderek artmıştır. Literatürde konu ile ilgili çok sayıda ulusal ve uluslararası çalışma mevcut olup, bu çalışmalardan bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Dang vd. (2019) çalışmalarında, Vietnam Borsasında işlem gören 61 yiyecek ve içecek şirketlerinin 2000-2017 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarında firma performansı göstergesi olarak; aktif getirisi (ROA), öz kaynak getirisi (ROE) ve hisse başına kazancı (EPS) kullanırken, sermaye yapısı göstergesi olarak da kısa ve uzun vadeli borç oranı ile toplam borç oranını kullanmışlardır. Çalışma sonuçları, işletmelerin finansal kaldıraçtan yararlanmalarının işletmelerin performansları üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Singh ve Bağga (2019) çalışmalarında, Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 50 şirketin 2008-2017 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma kârlılığı üzerindeki etkisini Panel Veri Analizi ile incelemişlerdir. Çalışmalarında, firma performansı göstergesi olarak, ROA ve ROE kullanılırken, sermaye yapısı göstergesi olarak da toplam borç ve toplam öz kaynak oranları kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, sermaye yapısının firmanın kârlılığı üzerinde önemli düzeyde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Çopuroğlu ve Korkmaz (2018) çalışmalarında, BIST imalat sektöründe işlem gören ve araştırma kapsamına alınması uygun görülen 76 firmanın 2007-2014 yılları arasındaki verilerini kullanarak, işletmelerin sermaye yapılarının işletmelerin finansal performansına etkisini Panel Veri Analizi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, finansal kaldıracın firma performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Yılmaz (2017) çalışmasında, Hisse senetleri BIST-100 endeksinde işlem gören 60 firmanın 2000-2012 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma değeri ve firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma sonuçları, sermaye yapısında borçlanma oranın artmasının özellikle küçük işletmelerin performanslarını düşürdüğünü, bütün işletmelerin değerlerini ise minimum seviyede istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur.

Uremadu ve Onyekachi (2018) çalışmalarında, Nijerya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören dört tüketici ürün firmasının 2002-2016 yılları arasındaki verilerini kullanarak, işletmelerin sermaye yapılarının firma performansları üzerindeki etkisini Çoklu Regresyon Analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, işletmelerin sermaye yapılarının firma performanslarına etkisinin olumsuz ve önemsiz olduğunu ortaya koymuştur. Bir başka ifadeyle, toplam aktiflerin uzun vadeli borç oranı ile toplam borçların öz kaynaklara oranının varlık getirisi (ROA) üzerinde olumsuz ve önemsiz etkisi olduğunu göstermişlerdir.

Herciu ve Ogrean (2017) çalışmalarında, Fortune Global 500'de yer alan ve finansal olmayan en kârlı 59 şirket için sermaye yapısının firma kârlılığını etkileyip etkilemediğini incelemişlerdir. Çalışmada kârlılık ölçütü olarak aktif getirisi (ROA) ve öz kaynak getirisi (ROE), sermaye yapısı olarak da borcun sermayeye oranı kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, optimal borç ve öz kaynak yapısı kullanılarak kârlılığın artırılabileceğini ortaya koymuşlardır.

Akpınar (2016) çalışmasında, BIST-100 Endeksine kayıtlı finansal olmayan 81 firmanın 2010-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak, işletmelerin sermaye yapılarının firma performanslarına etkisini Panel Veri Analizi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, kısa vadeli borçlanma oranının (KVBO) tüm modellerde istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca sonuçlar, finansal hiyerarşi teorisini kısmen desteklerken, ilintisizlik teorisi ile de çalıştığını ortaya koymuştur.

Avcı (2016) çalışmasında, BIST'te işlem gören 110 imalat firmasının 2003-2015 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısı ve firma performansı bağlamında firmaların finansal ve reel kararları arasındaki ilişkiyi Panel Veri Analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, kısa ve uzun vadeli borçların aktif kârlılığı (ROA) ve Öz kaynak kârlılığını (ROE) istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur.

Nassar (2016) çalışmasında, İMKB'de işlem gören 136 sanayi şirketinin 2005-2012 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firmanın finansal performansı üzerindeki etkisini Çok Değişkenli Regresyon Analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmada performans göstergesi olarak; varlık getirisi (ROA), öz kaynak getirisi (ROE) ve hisse başına kazanç, sermaye yapısı göstergesi olarak da borç oranı kullanılmıştır. Çalıma sonuçları; sermaye yapısı ile firma performansı arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Abeywardhana (2016) çalışmasında, İngiltere'de imalat sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'lerin 1998-2008 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Pearson Korelasyonu ve Çoklu Regresyon Analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, kaldıraç ve firma performansı arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu, aynı şekilde likidite ile firma performansı arasında da güçlü negatif bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, işletme büyüklüğü (boyutu) ile firma performansı arasında ise oldukça anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Tifow (2015) çalışmasında, BIST'te işlem gören 130 imalat işletmesinin 2008-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Panel Veri Analizi ile incelemiştir. Çalışma sonuçları, KVYK'ların, aktif toplamına oranı ile aktif kârlılığı (ROA) arasında, hisse başına kazanç ve Tobin Q arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, kısa vadeli yabancı kaynakların, aktif toplamına oranı ile öz kaynak kârlılığı (ROE) arasında ise anlamlı her hangi bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur. UVYK'ların aktif toplamına oranı ile öz kaynak kârlılığı (ROE), hisse başına kazanç ve Tobin Q arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, UVYK'ların aktif toplamına oranı ile aktif kârlılığı (ROA) arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Vătavu (2015) çalışmalarında, Romanya Bükreş menkul kıymetler borsasında işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 196 şirketin 2003-2010 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Regresyon Analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmada sermaye yapısı göstergesi olarak, uzun ve kısa vadeli borçlar ile toplam borcun öz sermayeye oranı, firma performansı göstergesi olarak da öz kaynak kârlılığı (ROE) kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, borcun önlenmesi ve öz kaynağa dayalı faaliyet gösterilmesi durumunda firma performansının daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur.

Cole vd. (2015) çalışmalarında, sanayi, sağlık ve enerji sektöründe faaliyet gösteren 30 ABD'li firmanın 2004-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Regresyon Analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, her üç sektörde de sermaye yapısı ile aktif kârlılığı ve faaliyet kârlılığı arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Sermaye yapısı ile kâr marjı arasında ise sektörden sektöre farklılık gösterdiğini, sanayi sektöründe sermaye yapısının kâr marjını olumlu yönde, enerji sektöründe olumsuz yönde etkilediğini, sağlık sektöründe ise her hangi bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur. Sonuçlar ayrıca sermaye yapısı ile hisse başına piyasa değeri arasında istatistiki olarak anlamlı her hangi bir ilişki olmadığını ortaya koymuşlardır.

Javed vd. (2014) çalışmalarında, Pakistan'da yer alan Karaçi Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 63 firmanın 2007-2011 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Regresyon Analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, sermaye yapısı ile firma performansı arasında bir ilişki olduğunu ancak bu ilişkinin yönünün karışık olduğunu ortaya koymuştur. Bu göre, bağımlı değişkenin aktif kârlı-

lığı (ROA) olduğu durumlarda sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu ortaya koymuştur. Bağımlı değişkenin öz kaynak kârlılığı (ROE) olduğu durumlarda, aktifler üzerindeki borç oranı firma performansı üzerinde olumlu etki gösterirken, aktifler üzerindeki öz kaynak oranı ile aktifler üzerindeki uzun vadeli borçlanmanın firma performansı üzerindeki etkisinin negatif olduğunu ortaya koymuştur.

Leon (2013) çalışmasında, Sri Lanka'da imalat sektöründe faaliyet gösteren 30 firmanın 2008-2012 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Regresyon Analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmada firma performansı göstergesi olarak, aktif kârlılığı (ROA) ile öz kaynak kârlılığı (ROE) kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, kaldıraç ile öz kaynak kârlılığı (ROE) arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, kaldıraç ile aktif kârlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Ahmad vd. (2012) çalışmalarında, Malezya hisse senedi piyasasında işlem gören 58 tüketici ve sanayi firmasının 2005-2010 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Regresyon Analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmalarında, firma performansı göstergesi olarak; varlık kârlılığı (ROA) ve öz kaynak kârlılığı (ROE), sermaye yapısı göstergesi olarak da kısa ve uzun vadeli borç ile toplam borç kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, kısa vadeli borçlanma ile toplam borçlanmanın ROA ile anlamlı bir ilişkisi olduğunu, ROE'nin ise bütün borç seviyeleri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır.

Pouraghajan vd. (2012) çalışmalarında, Tarhan Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 12 sanayi grubuna ait 400 firmanın 2006-2010 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Pearson Korelasyonu ve Çoklu Regresyon Analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçları, borç oranı ile firma performansı arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, varlık devir hızı, firma büyüklüğü, varlık telafisi oranı ile büyüme fırsatlarının firma performans göstergeleri üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca, çalışma sonuçları firma yaşının ROA ve ROE üzerinde ki etkisinin önemli olmadığını da savunmuşlardır.

Ayaydın ve Karakaya (2014), çalışmalarında farklı sermaye yapılarında bankaların risk düzeyinin belirleyicilerini ve bunun sermaye ve kârlılık ile iliş-

kisini incelemişlerdir. Çalışmalarında, bankaların performans ve risk alma eğilimini açıklamada önemli olduğuna inanılan bir dizi bankaya özgü ve ülkeye özgü değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada, İki Adımlı Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi tekniğini uygulanmıştır. 2003-2011 yılları arasında 23 Türk ticari bankası için banka düzeyinde dinamik paneller için veriler kullanılmıştır. Çalışmada artan banka sermayesinin risk üzerindeki etkisinin, düzenleyici hipotezleri ve ahlaki tehlike hipotezini destekleyerek önemli ölçüde olumlu ve olumsuz olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur. Sonuçlar aynı zamanda sermaye ile kârlılık arasında pozitif ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, bankaların farklı kârlılık (risk) değişkenleri sermaye ile farklı kalıplar ortaya koyduğu belirlenmiştir. Bu noktada, yetkililerin tek bir kârlılık (risk) değişkeninin kullanılmasının tamamen yanlış bir politikaya yol açabileceğini anlaması gerektiği vurgulanmıştır.

Özetle literatürde yer alan araştırmalarda; borçlanmanın ve öz sermayenin işletmenin farklı maliyet yapılarında firmaların finansal performanslarını farklı yönde etkilediğine dair kanıtlar elde edilmiştir. Borç kullanımının işletmenin öz sermaye (ROE) veya aktif kârlılığını (ROA) anlamlı bir şekilde ve negatif yönde etkilediğine dair bulgular elde edilmiştir. Bunun nedeni, işletmenin borçlanma düzeyi arttıkça işletmelerin yatırımlardan elde ettikleri getiri oranlarıyla beraber firma kârlılıklarının da azaldığı şeklinde açıklanabilir. Ayrıca işletmelerin borç oranının aşırı artması durumunda şirketlerin finansal riskleriyle beraber iflas maliyetleri de artma eğilimi göstermektedir.

3. Yöntem

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, BIST'e (Borsa İstanbul) kote olmuş olan teknoloji işletmelerin sermaye yapılarının firma performanslarına etkisini ortaya koymaktır. Bu amaçla 2011 - 2019 dönemlerinde Borsa İstanbul Teknoloji ve Bilişim Endekslerinde (XBLSM) sürekli olarak işlem gören 12 işletmeye ait Finnet veri tabanından alınmış yıllık AR-GE ve performans verileri kullanılmıştır.

3.2. Araştırmanın Önemi

Teknoloji firmaları günümüz sistemi içeresinde gelişimin lokomotifi olarak görülmektedir. Bu bağlamda bu firmaların sermaye yapılarının belirlenmesi önem arz etmektedir.

3.3. Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler

Borsa İstanbul Bilişim Endeksinde 2019 yılı Aralık ayı itibariyle 18 işletme işlem görmektedir. Araştırmaya konu olan yıllar itibariyle 12 şirket verilerine ulaşılabildiğinden 6 şirket kapsam dışında bırakılmıştır. Kapsam dışında bırakılan şirketler BIST'te 2011 yılından daha sonraki yıllarda kote olmuştur. Dolayısıyla çalışmanın kapsamı Tablo 1'de yer alan şirketlerden oluşmaktadır.

Tablo 1. Araştırmaya Konu Olan Şirketler ve Borsa Kodları

	Borsa Kodu	**Şirket Unvanı**
1	ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş Telekomünikasyon A.Ş.
2	ARENA	Arena Bilgisayar San. ve Tic. A.Ş.
3	ARMDA	Arena Bilgisayar San. ve Tic. A.Ş.
4	DGATE	Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.
5	DESPC	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.
6	ESCOM	Escort Teknoloji Yatırım A.Ş.
7	INDES	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik San. ve Tic. A.Ş.
8	KAREL	Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
9	LINK	Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Don. San. ve Tic. A.Ş.
10	LOGO	Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş.
11	NETAS	Netaş Telekomünikasyon A.Ş.
12	PKART	Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.

Çalışmada, 2011-2019 yılları için işletmelerin finansal performans göstergeleri olan ROA ve ROE ile işletmelerin sermaye yapısı ve diğer bazı değişkenler arasındaki ilişki Panel Veri Modelleri ile incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ise Tablo 2'de açıklanmıştır.

Tablo 2. Değişkenlerin Tanımlanması

Değişkenler	**Kod**	**Hesaplanma**
Bağımlı Değişkenler		
Aktif Kârlılığı	ROA	Net Kâr / Toplam Aktif
Özsermaye Kârlılığı	ROE	Net Kâr / Özsermaye
Bağımsız Değişkenler		
Sermaye Yapısı	Lev	Toplam Borç / Toplam Aktif
Büyüme	Growth	$(Satışlar_{t+1}$- $Satışlar_t)$ / $Satışlar_t$
Yatırım Fırsatları	Inv	$(Duran\ Varlıklar_{t+1}$- $Duran\ Varlıklar_t)$ / $Duran\ Varlıklar_t$
Vergi	Tax	Vergi Miktarı / FVÖK
Nakit Akışı	Cashflow	(Vergi Sonrası Kazanç + Amortisman) /Toplam Aktif
Likidite	Liquidity	Nakit ve Benzerleri / Toplam Aktif

3.4. Araştırmanın Yöntemi

Model 1 işletmelerin finansal performans ölçüsü olan ROA ile Model 2 ise bankaların finansal performans göstergesi olan ROE ile sermaye yapısı bileşenleri arasındaki ilişkiyi inceler.

Model 1: $Roa_{i,t} = a_0 + \beta_1 Roa_{i,t-1} + \beta_2 lev_{i,t} + \beta_3 growth_{i,t} + \beta_4 inv_{i,t} + \beta_6 tax_{i,t} + \beta_6 cashflow_{i,t} + \beta_7 liquidity_{i,t} + u_{it}$ (1)

Model 2: $Roe_{i,t} = a_0 + \beta_1 Roe_{i,t-1} + \beta_2 lev_{i,t} + \beta_3 growth_{i,t} + \beta_4 inv_{i,t} + \beta_6 tax_{i,t} + \beta_6 cashflow_{i,t} + \beta_7 liquidity_{i,t} + u_{it}$ (2)

Sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri, finans araştırmalarında sıkça meydana gelen ölçüm hataları, zamanla değişmeyen endojen değişkenler ve ters nedensellikten kaynaklanan endojenite problemini açıklamazlar. Bu nedenle, özellikle kısa panel verilerinde sabit etkili veya rassal etkiler modellerinin kullanılması yine taraflı olabilir (Cameron ve Trivedi, 2005). Bu nedenle dinamik panel veri modellerinden GMM- sistem tercih edilmiştir. Dinamik modellerin artıklardaki otokorelasyonu dikkate alması, sahte regresyon oranını azaltması, zaman boyutu kısa olan panellerde güvenilir sonuçlar vermesi önemli avantajlarıdır.

4. Bulgular

Tablo 3'te çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Aktif kârlılığının ortalama 0.068, öz sermaye kârlılığının 0.115, toplam borç/toplam aktiflerin 0.978, büyümenin 0.123, verginin -0.079 yatırım fırsatlarının 0.265, nakit akışının 0.093 ve likiditenin ortalama 0.193 olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	108	.0689761	.1683506	-.1239509	1.622033
ROE	108	.1151936	.1309827	-.3433884	.5661841
Lev	108	.9780833	4.992931	.016	52.321
Growth	108	.1238426	.5765904	-2.284	2.544
Tax	108	-.0791944	.5590749	-3.097	4.064
Inv	108	.2659352	1.428925	-1	13.761
Cassflow	108	.0938148	.2038407	-.122	2.007
Liquidity	108	.193037	.2583155	.002	2.331

Tablo sonuçları incelendiğinde hem model birde hem de model ikide sermaye yapısının firma performansını negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki etkilediği tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile toplam borç oranının artması firmanın performansını olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Bu bulgu; Çopuroğlu ve Korkmaz (2018), Le ve Pan (2017), Yılmaz (2017), Karadeniz ve İskerderoğlu (2011), Joshua (2007) ve Majumdar ve Chhibber (1999) çalışmaları ile benzeşmektedir. Büyüme ise firma performansını her iki modelde firma performansını olumlu etkilemektedir. Gleason vd. (2000), Jiraporn ve Liu (2008) ve Margaritis ve Psillaki (2010), yüksek büyüme oranına sahip firmaların daha fazla kâr ve değer yaratabileceğini savunmuş olup, çalışmanın bulgusu bu soncu desteklemektedir. Nakit akışı ve likidite, her iki modelde de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olup, Greogry (2005) çalışmalarının sonuçlarını desteklemektedir, bu da nakit akışının firma performansını etkileyen önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Likidite ile ilgili bulgu ise, yüksek likidite firmaların finansal sıkıntı sorunlarını hafifleterek firma performansını artırdığını savunan Cho (1998) ile benzeşmektedir. Verginin toplam gelir içerisindeki payının artması ile beklenildiği üzere kârlılığı azaltacağından firma performansını olumsuz etkilemektedir. Yatırımlar ise beklenilenin aksine firma performansını olumsuz etkilemiştir, bu durumun nedeni ise Türkiye için incelenen 2011-2019 döneminin içerdiği siyasi ve politik istikrarsızlığın yatırım fırsatlarını da olumsuz etkilemesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Tablo 4. GMM-Sistem Sonuçları

	ROA	**ROE**
Roa_{-1}/Roe_{-1}	-0.011 [0.017]	0.037 [0.126]
Lev	-0.004*** [0.0004]	-0.039*** [0.008]
Growth	0.004*** [0.0101]	0.022** [0.0101]
Inv	0.0004 [0.0003]	0.002 [0.005]
Tax	-0.002** [0.001]	-0.049*** [0.010]
Cashflow	0.997*** [0.022]	1.280*** [0.216]
Liquidity	0.075** [0.009]	0.205** [0.091]
Sabit	-0.006* [0.0033]	0.064*** [0.012]
Modellerin Varsayımları		
Wald chi2(7)	5.84e+06	105.94
Prob.	0.000	0.000
Sargan Test	chi2(34) = 8.799034 Prob > chi2 = (1.0000)	chi2(34) = 2.224403 Prob > chi2 = (1.0000)
Arellano-Bond autocorrelation	AR(1) -0.156 (0.875) AR(2) -1.893 (0.058)	AR(1) -1.107 (0.268) AR(2) 0.766 (0.443)

Not: ***,**,* sırası ile değişkenlerin %1,%5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğu ifade etmektedir. [ ] içerisindeki sayı hata katsayısını ifade etmektedir.

Modellerin varsayımları incelendiğinde ise modellerin istatistiki olarak anlamlı olduğu, Sargan Testi ile modellerde içsellik sorunu olmadığı ve Otokorelasyon Testi ile de modellerin otokorelasyon içerdiği gözlemlenmiştir.

Sonuç

Bu çalışma, firma performansını olumsuz etkileyen sermaye yapısına ilişkin kanıtlar sunmaktadır. Kaldıraç (toplam borç/toplam aktif) ve firma performansı arasındaki ilişki test edilirken, borç oranının ROA ve ROE önemli ve

olumsuz ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, Le ve Pan, (2017), Joshua (2007) ve Majumdar ve Chhibber (1999) gelişmekte olan pazarlar için yaptıkları çalışmalar ile benzeşmekteyken; gelişmiş ülkelerde yapılan ve sermaye yapısı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki ortaya koyan çalışmalar ile çelişmektedir. Ayrıca bu çalışmada kaldıraç ve kârlılık arasında tespit edilen anlamlı ve negatif ilişki Kraus ve Litzenberger (1973) dengeleme teorisini desteklemekte iken Modigliani ve Miller'in (1958) ilgisizlik teorisi ile çelişmektedir. Bu durumun, Türkiye'nin şu anda bulunduğu kalkınma ve geçiş aşamasından kaynaklanıyor olabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle, bu çalışma Avrupa ülkelerinde yapılan geleneksel teorilerin Türkiye gibi gelişmekte olan ve geçiş pazarlarında uygulandığında dikkatle incelenmesi veya ayarlanması gerektiğini vurgulamaktadır.

Diğer yandan bu çalışmanın sonuçları teorik olarak incelendiğinde ise; yüksek miktar ve yüksek risk düzeyinde sağlanan sermayenin yapılan yatırım sonucunda elde edilen getiriden yüksek olması durumunda finansal sıkıntı maliyetleri kuramına paralel olarak firma anapara ve faiz ödemlerinde sıkıntı meydana getirdiği, bu durumun ise işletmelerin kârlılığını olumsuz etkileyebildiği görülmüştür. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde ekonomik konjonktür çok hızlı değişebileceğinden firmaların cari oranlarını optimal düzeyde tutup, optimal düzeyin üzerinde bir uzun vadeli borçlanmadan kaçınması tavsiye edilmektedir.

Kaynaklar

Abeywardhana, Y.D. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Manufacturing Sector SMEs in UK, 02 Mayıs 2020 tarihinde, https://ssrn.com/abstract=2816499.

Ahmad, Z., Abdullah, N.M.H. and Roslan, S. (2012). Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms, International Review of Business Research Papers, 8(5), 137-155.

Akpınar, O. (2016). Sermaye Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11, 290-302.

Ardalan, K. (2017). Capital Structure Theory: Reconsidered, Research in International Business and Finance, 39, 696–710.

Avcı, E. (2016). Capital Structure ve Firm Performance: An Application on Manufacturing Industry, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 38(1), 15-30.

Ayaydın, H. and Karakaya, A. (2014). The Effect of Bank Capital on Profitability and Risk in Turkish Banking, International Journal of Business and Social Science, 5(1), 252-271.

Bhama, V., Jain, P. K. and Yadav, S.S. (2018). Relationship between The Pecking Order Theory and Firm's Age: Empirical Evidences from India, IIMB Management Review, 30,104-114.

Blazenko, G.W. (1987). Managerial Preferences, Asymmetric Information and Financial Structure, The Journal of Finance, 42(4), 839-862.

Brigham, E.F. and Houston, J.F. (1999) Fundamentals of Financial Management, Concise Second Edition, Orlveo, The Dryden Press.

Cameron, A. C. And Trivedi, P. K. (2005). Microeconometrics: Methods and Applications. Cambridge University Press.

Chen, J. J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese Listed Companies, Journal of Business Research, 57, 1341-1351.

Cho, M. H. (1998). Ownership Structure Investment and The Corporate Value: An Empirical Analysis, Journal of Financial Economics, 47(1), 103-121.

Cole, C., Yan, Y. and Hemley, D. (2015). Does Capital Structure Impact Firm Performance: An Empirical Study of Three U.S. Sectors, Journal of Accounting and Finance, 15(6), 57-65.

Çopuroğlu, F. ve Korkmaz, İ. H. (2018). Vekâlet Teorisi, Sermaye Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, G.Ü. İslahiye İİBF Uluslararası E-Dergi, 2(2), 21-33.

Dang, Y.T.H., Bui, N.T.H., Dao, A.T.H. and Nguyen, H.T. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance-Emprical Evidence from Listed Food ve Beverage Companies Vietnam, International Journal of Economics, Commerce and Management, 7(2), 567-577.

Fama, E. and French, K. (2002). Testing Tradeoff ve Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, Review of Financial Studies, 15, 1-33.

Gitman, L.J. (2003) Principles of Managerial Finance, 10th Edition, Boston, Pearson Education Inc.

Gleason K.C., Mathur I. and M. Singh (2000). Wealth Effects for Acquirers and Divestors Related to Foreign Divested Assets, International Review of Financial Analysis, 9(1), 5-20.

Graham, J.R. and Leary, M.T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for The Future. Annual Review of Financial Economics, 3, 309-345.

Greogry, A. (2005). The Long Run Abnormal Performance of UK Acquirer and The Free Cash Flow Hypothesis, Journal of Business Finance & Accounting 32(5), 777-814.

Harris, M. and Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure, Journal of Finance, 49, 297-355.

Herciu, M. and Ogrean, C. (2017). Does Capital Structure Influence Company Profitability? Studies in Business ve Economics, 12(3), 50-62.

Jasua, A. (2007). Debt Policy and Performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African Firms, The Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet, 8(4), 364-379.

Javed, T., Younas, W. and Imran, M. (2014). Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Pakistani Firms, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, 3(5), 28-52.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior. Journal of Financial Economics, 305-360.

Jiraporn, P. ve Liu, Y. (2008). Capital Structure, Staggered Boards and Firm Value, Financial Analysts Journal, 64(1), 49-60.

Jong, A. D., Verbeek, M. and Verwijmeren, P. (2010). The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of The Pecking Order Theory. Financial Management. 39(2), 733-756.

Jude Leon, S.A. (2013). The Impact of Capital Structure on Financial Performance of The Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka, G.J.C.M.P. (Global Journal Of Commerce and Management Perspective), 2(5), 56-62.

Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi, Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi, 22(1), 65-75.

Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, Journal of Finance, 33(1), 45-63.

Kjellman, A. and Hansen, S. (1995). DeterminÌnants of Capıtal Structure: Theory vs. Practıce, Scandinavian Journal of Management, Elsevier, 11(2), 91-102.

Korteweg, A. (2010). The Net Benefits to Leverage, The Journal of Finance, 65(6), 2137–2170.

Kraus, A. and Litzenberger, R.H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Capital Structure, Journal of Finance, 28, 911-921.

Le, T.P.V. and Phan, T.B.N. (2017). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from A Small Transition Country, Research in International Business and Finance, 42, 710-726.

Lelve, H. and Pyle, D. (1977). Information Asymmetrics, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance, 32, 371-388.

Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2003). Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics, 67(2), 217-248.

Majumdar, S. K. and Chhibber, P. (1999). Capital Structure and Performance: Evidence From A Transition Economy On An Aspect Of Corporate Governance, Public Choice, 98(3), 287-305.

Margaritis, D. And Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, Journal of Banking and Finance, 34(3), 621-632.

Miller, M.H. (1977). Debt and Taxes, The Journal of Financial, 32(2), 261-275.

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, American Economic Review, 48(3), 261-297.

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, A Correction, The American Economic Review, 53(3), 433-443.

Myers, S.C. and Turnbull, S.M. (1977. Capital Budgeting ve The Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News, Journal of Finance, 32, 321-336.

Myers, S.C. (1993). Still Searching for Optimal Capital Structure, Journal of Applied Corporate Finance, 6(1), 4-14.

Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle, The Journal of Financial, 39(3), 575-592.

Nassar, S. (2016). The Impact of Capital Structure on Financial Performance of The Firms: Evidence from Borsa Istanbul, Journal of Business and Financial Affairs, 5(2), 1-4.

Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V. and Bagheri, M.M. (2012). The Relationship Between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from The Tehran Stock Exchange, International Journal of Business ve Commerce, 1(9), 166-181.

Pozdena, R.J. (1987). Tax Policy and Corporate Capital Structure, Economic Review, 4, 37-50.

Rajan, R. and Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, Journal of Finance, 50(5), 1421-1460.

Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, Bell Journal of Economics, 8, 23-40.

Rubinstein, M.E. (1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, The Journal of Finance, 28(1) 167-181.

Shapiro, C.A. (1998). Multinational Financial Management, University of Sourthern California.

Singh, N.P. and Bağga, M. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study, Jindal Journal of Business Research, 8(1), 65-77.

Stiglitz, J. E. (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs, Bell Journal of Economics, 3(2), 458-482.

Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters?, Journal of Economic Perspectives, 2(4), 121-126.

Stiglitz, J.E. (1969). A Re-Examination of The Modigliani-Miller Theorems, The American Economic Review,59(5), 784-793.

Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013). The Mystery of Zero-Leverage Firms, Journal of Financial Economics, 109(1), 1-23.

Stulz, R. (1990). Managerial Discretion ve Optimal Financing Policies, Journal of Financial Economics, 26, 3-27.

Taggart, R.A. (1977). A Model of Corporate Financing Decision, Journal of Finance, 32, 1467-1484.

Tifow, A.A. (2015). Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Uremadu, S.O. and Onyekachi, O. (2018). The Impact of Capital Structure on Corporate Performance in Nigeria: A Quantitative Study of Consumer Goods Sector, Current Investigations in Agriculture and Current Research, 5(4), 697-705.

Vătavu, S. (2015). The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies, Procedia Economics and Finance, 32, 1314-1322.

Wong, K.P. (2015). A Regret Theory of Capital Structure, Finance Research Letters, 12, 48–57.

Yılmaz, H. (2017). Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Firma Performansına Etkisi: Ampirik Bir Analiz, Journal of International Social Research, 10(53), 828-838.