

İlişkili Taraf İşlemleri ve Firma Değeri: Sürdürülebilirlik Performansının Aracı Etkisi

Utku ŞENDURUR (<https://orcid.org/0000-0002-8303-4315>), Ağrı İbrahim Çeçen University, Türkiye; usendurur@agri.edu.tr

Bekir GEREKAN (<https://orcid.org/0000-0001-6724-4729>), Ağrı İbrahim Çeçen University, Türkiye; bekir.gerekan@gmail.com

Related Parties Transactions and Firm Value: Intermediate Effect of Sustainability Performance

Abstract

In this study, research was conducted to examine the intermediary role of sustainability in the effect of related party transactions on firm value. The study consists of 163 observations from 23 businesses traded in the BIST 100 index and regularly published sustainability reports between 2015 and 2021. In the study, the Generalized Moments Method, one of the dynamic panel estimation methods, was used. According to the study, related party debts positively affect firm value, while related party sales and purchases negatively affect firm value. In addition, it has been determined that sustainability and sustainable social responsibility activities mediate the relationship between related party transactions and firm value.

Keywords : Related Party Transactions, Sustainability Reporting, Firm Value.

JEL Classification Codes : M41, M49, Q56.

Öz

Bu çalışmada, ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirliğin aracı rolünün incelenmesine yönelik bir araştırma yapılmıştır. Çalışma, BİST 100 endeksinde işlem gören ve 2015-2021 yılları arasında düzenli olarak sürdürülebilirlik raporlaması yayımlayan 23 adet işletme şeklinde toplam 163 adet gözlemden oluşmaktadır. Çalışmada, dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, ilişkili taraf borçlarının firma değeri üzerinde pozitif yönde, ilişkili taraf satışlarının ve alımlarının ise firma değeri üzerinde negatif yönde bir etkisi vardır. Ayrıca gerek sürdürülebilirlik gerekse sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin ilişkili taraf işlemleri ile firma değeri arasındaki ilişkiye aracılık ettiği tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler : İlişkili Taraf İşlemleri, Sürdürülebilirlik Raporlaması, Firma Değeri.

1. Giriş

İşletme bilgilerinin açıklanması özellikle, bilgi asimetrisini en aza indirmek, paydaşların bilgi ihtiyaçlarını karşılamak ve sürdürülebilirliği sağlamak için önemlidir. İşletmeler bu bilgileri finansal tabloları aracılığı ile kamuya açıklamaktadır. Açıklanan bu finansal tablolar güvenilir ve şeffaf olmalıdır. Şeffaflık yönetim, finans ve halkla ilişkiler gibi alanlarda önemli bir konudur ve paydaşların işletmeye olan güvenini artırır (Hultman & Axelsson, 2007; Albu & Flyverbom, 2016; Schnackenberg & Tomlinson, 2016; Hendratama & Barokah, 2020). Armitage ve Marston (2008) çalışmalarında, yöneticilerin daha yüksek bir hisse fiyatı veya diğer ticari faydalar ve hissedarların güveni konusunda firmaların itibarını sağlamak istedikleri için daha fazla gönüllü açıklama yapmaya ve şeffaflığı sağlamaya motive olduklarını bulmuşlardır. Bununla birlikte, Türkiye gibi aile işletmelerinin ve çoğunluk hisse senedi aile veya bir gruba ait yoğunlaşmış ortaklıkların bulunduğu ülkelerdeki işletmelerde, vekalet çatışmasının çoğunluk ve azınlık hissedarları arasındaki çıkar çatışmasına doğru kaymasıyla ilgili endişeler mevcuttur (Shleifer & Vishny, 1997). Bu tarz mülkiyet yapılarının hâkim olduğu işletmelerde içeriden öğrenenler, daha iyi pazarlık pozisyonlarına ve bilgi erişimine sahip oldukları için azınlık hissedarlarının çıkarlarını gasp edebilirler. Bu da ilişkili taraf işlemleri sayesinde olabilir (Hendratama & Barokah, 2020).

Literatürde, ilişkili taraf işlemleri ile ilgili iki karşıt görüş bulunmaktadır. İlk görüş, ilişkili taraf işlemleri, diğer hissedarların çıkarlarını görmezden gelerek kendi çıkarlarına hizmet eden işletme içindekiler tarafından kullanılabilmesi için bu faaliyetleri fırsatçı işlemler olarak değerlendirir (Gordon et al., 2004; Cheung et al., 2006; Kohlbeck & Mayhew, 2010). Bununla birlikte, ikinci görüş, basitleştirilmiş bir müzakere süreci, daha düşük işlem maliyetleri (Gordon et al., 2004), stratejik ortaklık, risk paylaşımı ve sözleşmelerin kolaylaştırılması yoluyla firmalara fayda sağlayabileceğinden, ilişkili taraf işlemlerinin potansiyel olarak verimli olduğunu düşünmektedir (Kohlbeck & Mayhew, 2010; Hendratama & Barokah, 2020).

Bugünkü dünya ekonomisi, muhasebe skandalları, vekalet çatışmaları, eşitsizlik, rüşvet ve yolsuzluk gibi sosyal etmenlerden de etkilenmektedir. Bunun için artık paydaşlar, işletmelerden sadece ekonomik bilgi değil, bunun yanında sosyal bilgiler de talep etmekte ve kararlarını da buna göre vermektedirler. Sosyal raporlamayı içinde barındıran sürdürülebilirlik raporlaması da bu sayede günümüzde büyük önem kazanmış ve kazanmaya devam etmektedir. Önceki çalışmalar, sürdürülebilirlik raporlaması yapan işletmelerin riski sevmeyen ve etik kaygılar altında faaliyet gösteren işletmeler olduğu için, daha az fırsatçı davranışa sahip olma eğiliminde olduğunu göstermektedir (Garriga & Melé, 2004; Kim et al., 2012; Scholtens & Kang, 2013). Literatüre göre, sosyal olarak sorumlu olduğu düşünülen firmaların daha şeffaf olma, daha güvenilir finansal raporlamaya sahip olma ve raporlanan kazançları manipüle etme olasılığının daha düşük olma eğiliminde olduğunu tespit ederken, diğer bir görüş firmaların kurumsal suistimalleri gizlemek için sürdürülebilirlik raporlamasını kullanabileceği yönündedir (Kim et al., 2012; Hendratama & Barokah, 2020).

Önceki çalışmalar (Silva et al., 2019), işletmenin yaptıkları riskli faaliyet ve finansal işlemlerin firma değeri üzerinde bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. İlişki taraf işlemleri de vekalet çatışması yönünden riskli işlemler arasında sayılabilir. İlişkili taraf işlemlerinin firma değerini negatif etkileyecek riskli işlemler içinde olduğunu belirten çalışmalar (Rasheed et al., 2019) bulunmakla birlikte; firma değerini olumlu yönde etkilediğini belirten çalışmalar da (Wanga et al., 2019) mevcuttur (Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021). Bu çalışmada, ilişkili taraf işlemlerinin yöneticilerin fırsatçılığına veya verimliliğine olanak sağlayıp sağlamadığını ve ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirlik raporlamasının bir aracı rol oynayıp oynamadığı araştırılmıştır.

2. Teorik Altyapı ve Hipotezler

Türkiye Muhasebe Standartları 24'e göre ilişkili taraflar kişi ve kurum olarak iki başlık altında tanımlanmıştır. Buna göre, bir kişi ve yakın ailesinin bir üyesi;

- Raporlayan işletme üzerinde kontrol veya müşterek kontrol gücüne sahip olması durumunda,
- Raporlayan işletme üzerinde önemli etkiye sahip olması durumunda,
- Raporlayan işletmenin veya raporlayan işletmenin bir ana ortaklığının kilit yönetici personelinin bir üyesi olması durumunda bu kişiler ilişkili taraf olarak ifade edilmektedir (TMS 24, mad.9-a; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021).

Standartta kurum olarak ilişkili taraflar da şu şekilde açıklanmıştır. Buna göre aşağıdaki koşullardan herhangi birinin varlığı halinde işletme, raporlayan işletme ile ilişkili sayılır (TMS 24, mad.9-b; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021):

- İşletme ve raporlayan işletmenin aynı grubun üyesi olması halinde,
- İşletmenin, diğer işletmenin iştiraki ya da iş ortaklığı olması halinde,
- Her iki işletmenin de aynı bir üçüncü tarafın iş ortaklığı olması halinde,
- İşletmelerden birinin üçüncü bir işletmenin iş ortaklığı olması ve diğer işletmenin söz konusu üçüncü işletmenin iştiraki olması halinde,
- İşletmenin veya onun bir parçası olduğu grubun başka bir üyesinin, raporlayan işletmeye veya raporlayan işletmenin ana ortaklığına kilit yönetici personel hizmetleri sunması halinde.

İlişkili taraf işlemleri bir bedel tahsil edilip edilmediğine bakılmaksızın ilişkili taraflar arasında kaynakların, hizmetlerin veya yükümlülüklerin transferidir (Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021). Bu transferler:

- Mal ve hizmet alışı,
- Mal ve hizmet satışı,
- İlişkili taraflardan alacaklar,
- İlişkili tarafa borçlar şeklinde olabilir.

İlişkili taraf satışları genelde kaynak tahsisi verimliliğini artırmak için yapılmaktadır. Ancak, ilişkili taraf satış işlemlerinde alınan fiyatlar sektör ortalama fiyatları ile karşılaştırıldığında adaletsiz olabilmektedir (Kang et al., 2014; Wong et al., 2015). Bu nedenle, ilişkili taraf işlemleri, özellikle borsada işlem gören firmalardan ilgili taraflara olmak üzere firmalar arasında kazanç aktarımına izin verebilir. İlişkili taraf satışları ile piyasa tepkileri arasındaki ilişkiyi araştıran birkaç çalışmada (Jian & Wong, 2004; Cheung et al., 2009), piyasanın ilişkili taraf satış işlemlerine daha az olumlu tepki verdiğini göstermektedir (Hendratama & Barokah, 2020). Buna göre çalışmanın birinci hipotezi aşağıdaki gibi önerilmiştir:

H₁: İlişkili taraf satışları firma değerini olumsuz etkiler.

İlişkili taraf alımlarının diğer işlemlerden daha yüksek fiyatlarla gerçekleştirilebileceğine dair göstergeler olsa da çalışmalar ilişkili taraf alımlarının değer artırıcı etkisi üzerinde bir uzlaşma sağlayamamıştır (Hendratama & Barokah, 2020). Chen vd. (2009), ilişkili taraf işlemlerinin işlem maliyetlerini düşürebileceğini ve bunun da faaliyet performansını iyileştirebileceğini ve karı maksimize edebileceğini iddia etmektedir. Aynı şekilde, Tambunan vd. (2017) çalışmalarında, ilişkili taraf alımlarının kısa vadede de olsa firma değerini artırıcı etkisi olduğunu tespit etmişlerdir (Hendratama & Barokah, 2020). İlişkili bir taraftan alım yapıldığında, alım fiyatı satın alımı yapan işletmenin lehine göre belirlenebilmektedir. Bu durumun oluşması sonucu, satılan malın maliyeti düşmekte, buna bağlı olarak satın alan işletmenin karı artabilmektedir (Suryani et al., 2019; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021). Bu bilgiler ışığında, önerilen ikinci hipotez şu şekildedir:

H₂: İlişkili taraf alımlarının firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı etkisi vardır.

Mali zorluk içinde olan borsaya kayıtlı işletmeler genellikle ilişkili taraflardan nakit yardım alırlar. Bu borç alma işleminin maliyeti de alan taraf için piyasa maliyetinin altında olabilir. Dolayısıyla bu işlem, borç veren taraf için negatif, alan taraf içinse olumlu bir durumdur. Bu durum ticari borç ve alacaklar için de geçerlidir. İlişkili taraflar arasında olan bu tür işlemler, kontrolü olmayan azınlık hissedarlarında rahatsızlık yaratabilir. Bu nedenle azınlık durumda olan hissedarlar bu işlemlere tepki olarak işletmenin hisse değerini azaltacak şekilde işletmenin değerinde bir azalmaya sebep olabilecek eylemlere başvurabilirler (Nekhili & Cherif, 2011; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021). Buna karşılık, borsada işlem gören firmalardan ilişkili taraflardan alınan nakit yardım, krediler veya ticari alacakların kontrol gücü olmayan azınlık hissedarlara fayda sağlaması muhtemeldir (Cheung et al., 2006; Hendratama & Barokah, 2020). Buna göre çalışmanın üçüncü ve dördüncü hipotezleri aşağıdaki gibi önerilmektedir:

H₃: İlişkili taraf alacakları firma değerini olumsuz etkiler.

H₄: İlişkili taraf borçları firma değerini olumlu etkiler.

Lintichum vd. (2010) çalışmalarında, etik kaygıları olan ve itibarlarına değer veren işletmelerin, itibarlarına zarar verebilecek faaliyetlerden kaçındıklarını belirtmişlerdir. Bu

tür işletmeler sürdürülebilirlik raporlarında sosyal ve çevresel açıklamalara daha fazla yer vermektedirler (Ho & Taylor, 2007). Öte yandan, çalışmanın daha önceki bölümlerinde tartışıldığı gibi, işletmeler hatalarını örtmek için yanltıcı bilgiler vererek sürdürülebilirlik raporlamasını bir kılıf olarak da kullanabilir (Hendratama & Barokah, 2020). Buna göre, işletmeler ahlaki ve etik kaygıları nedeniyle sürdürülebilirlik raporlamasına yaparlarsa, firma değeri düşüren ilişkili taraf işlemlerine katılma olasılıkları düşük, firma değerini artırıcı ilişkili taraf işlemlerine katılma olasılıkları daha yüksek olabilir. Bununla birlikte, işletmeler, kendi çıkarları için sürdürülebilirlik raporlamasına yaparlarsa, muhtemelen firma değerini azaltıcı ilişkili taraf işlemleri yapma eğiliminde olurlar. Bu bağlamda çalışmanın diğer hipotezleri şu şekilde önerilmiştir:

H_{5a}: Sürdürülebilirlik faaliyetleri, ilişkili taraf satışları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{5b}: Sürdürülebilirlik faaliyetleri, ilişkili taraf satın alımları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{5c}: Sürdürülebilirlik faaliyetleri, ilişkili taraf alacakları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{5d}: Sürdürülebilirlik faaliyetleri, ilişkili taraf borçları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{6a}: Sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetleri, ilişkili taraf satışları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{6b}: Sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetleri, ilişkili taraf satın alımları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{6c}: Sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetleri, ilişkili taraf alacakları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

H_{6d}: Sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetleri, ilişkili taraf borçları ile firma değeri arasındaki ilişkide aracı değişkendir.

3. Yöntem

3.1. Veri Seti ve Örneklem

Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul 100 (BİST) Endeksinde listelenen işletmeler ele alınmıştır. Bu bağlamda araştırmanın örneklemini, BİST100 endeksinde işlem gören ve 2015-2021 yılları arasında düzenli olarak sürdürülebilirlik raporlaması yayımlayan 23 adet işletme şeklinde toplam 163 adet gözlemden oluşmaktadır. Veri setinin 2015 yılından itibaren başlamasının esas nedeni, söz konusu yıldan önce sürdürülebilirlik raporu yayımlayan işletme sayısının az olmasına bağlı olarak gözlem sayısının en yüksek seviyede oluşturulabilmesi içindir.

Bununla birlikte, çalışmanın uygulama kısmı kapsamında gerekli veri setleri, ilgili endeks kapsamında listelenen işletmelerin 2015-2021 dönemlerinde kamuoyuna açıklanan finansal tablo verilerinden ve yayımlanmış oldukları sürdürülebilirlik raporlarından

oluşturulmuştur. Söz konusu veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'na ait (KAP) resmi internet adresinden ve ilgili işletmelerin kurumsal internet adreslerinden temin edilmiştir.

Öte yandan bankalar, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, finansal kiralamalar ve holdingler gibi finansal kuruluşlar, endekste yer alan şirketlerden farklı düzenlemelere tabi oldukları için örnekleme alınmamıştır. Araştırmanın örneklemini oluşturan işletmeler Tablo 1'de gösterilmiş olup, çalışmada kullanılan veri seti dengeli panel veri setidir¹.

Tablo: 1
Araştırmanın Örneklemi

Sıra Numarası	İşletme Kodu	Sıra Numarası	İşletme Kodu
1	AKENR	12	DOĞUŞ OTO
2	AKÇANSA	13	ERDEMİR
3	AKSA AKRİLİK	14	FORD
4	AKSA ENERJİ	15	KORDSA
5	ANADOLU EFES	16	OTOKAR
6	ARÇELİK	17	ŞİŞECAM
7	AELSAN	18	THY
8	AYGAZ	19	TOFAŞ
9	BRİSA	20	TURKCELL
10	COCA COLA	21	TÜPRAŞ
11	ÇİMSA	22	ÜLKER
		23	ZORLU ENERJİ

3.2. Araştırmanın Modeli ve Değişkenleri

Çalışmada, ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirliğin aracı rolü Hendratama ve Barokah (2020)'tan uyarlanan panel veri modelleri kapsamında incelenmiştir. Söz konusu modellere ilişkin eşitlikler aşağıdaki gibidir:

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t-1} + \Delta\beta_2 \text{İT_Satış}_{i,t} + \Delta\beta_3 \text{İT_Alım}_{i,t} + \Delta\beta_4 \text{İT_Borç}_{i,t} + \Delta\beta_5 \text{İT_Alacak}_{i,t} + \Delta\beta_6 \text{TobinQ}_{i,t} + \Delta\beta_7 \text{Kaldıraç}_{i,t} + \Delta\beta_8 \text{Büyükükük}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t-1} + \Delta\beta_2 SP_{i,t} + \Delta\beta_3 \text{İT_Satış} * SP_{i,t} + \Delta\beta_4 \text{İT_Alım} * SP_{i,t} + \Delta\beta_5 \text{İT_Borç} * SP_{i,t} + \Delta\beta_6 \text{İT_Alacak} * SP_{i,t} + \Delta\beta_7 \text{TobinQ}_{i,t} + \Delta\beta_8 \text{Kaldıraç}_{i,t} + \Delta\beta_9 \text{Büyükükük}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t-1} + \Delta\beta_2 SOSP_{i,t} + \Delta\beta_3 \text{İT_Satış} * SOSP_{i,t} + \Delta\beta_4 \text{İT_Alım} * SOSP_{i,t} + \Delta\beta_5 \text{İT_Borç} * SOSP_{i,t} + \Delta\beta_6 \text{İT_Alacak} * SOSP_{i,t} + \Delta\beta_7 \text{TobinQ}_{i,t} + \Delta\beta_8 \text{Kaldıraç}_{i,t} + \Delta\beta_9 \text{Büyükükük}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(1) numaralı eşitlikte, ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisi direkt olarak incelenmiştir. Bununla birlikte, (2) ve (3) numaralı eşitliklerde ise ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirliğin aracı rolü incelenmiştir.

Araştırmanın bağımsız değişkenleri, literatürde (Cheung et al., 2006; Chen et al., 2009; Hendratama & Barokah, 2020; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021) daha önce kullanılmış olan dört adet ilişkili taraf işlemlerinden meydana gelmektedir. Bunlar; ilişkili taraf satışları (İTSatışlar), ilişkili taraf satın alımları (İTAlımlar), ilişkili taraftan alacaklar (İTAlacak) ve

¹ Analizlerde STATA 15.0 programı kullanılmıştır.

ilişkili tarafa borçlar (İTBorç) şeklindedir. Her bir ilişkili taraf işlemi, işletmelerin toplam varlıklarına oranlanarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte araştırmanın bağımlı değişkeni olan firma değeri ise (FD), piyasa temelli ölçümlerin diğer yöntemlerden daha üstün olduğu göz önünde bulundurularak, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ile ölçülmüştür (Hendratama & Barokah, 2020).

Araştırma kapsamında aracı değişken olarak sürdürülebilirlik puanı (SP) ve sürdürülebilirlik puanı bileşenlerinden biri olan sosyal puan (SOS) değişkenleri kullanılmıştır. Bu puanlama yapılırken, Jones ve Alabaster (1999)'ın da SP sistemini araştıran çalışmalarında en güvenilir puanlama sistemi olarak belirttikleri, "Birleşmiş Milletler Çevre Programı Sürdürülebilirlik Kriterleri" (UNEP/SustainAbility, 1996) raporunda yer alan puanlama sistemi esas alınmıştır. Bu puanlama sisteminde işletmelerin yıllık sürdürülebilirlik raporlarına bakılarak (ekonomik, sosyal ve çevresel unsurlar dahilinde) raporda yer alan kriterlere göre 0 ile 4 arasında bir puan verilmektedir. 0 puan, işletmenin o kriter hakkında hiç açıklama yapmaması, 4 puan ise, işletmenin o kriter hakkında sürdürülebilirliğe de atf veren ayrıntılı ve detaylı bir açıklama yapması durumunda verilir. Bu bağlamda Birleşmiş Milletler Çevre Programı Sürdürülebilirlik Kriterleri arasında yer alan ve işletmelerin sürdürülebilirlik raporlarında en çok bahsettikleri konulardan oluşan 15 kriter alınmıştır. SP'yi hesaplamak için kullanılan bu 15 kriter literatürde daha önce yapılan çalışmalarla da uyumludur (Ho & Taylor, 2007; Suttipun, 2012).

Çalışmada, daha önceki çalışmalarla da (Hendratama & Barokah, 2020; Varıcı & Küçüktüfekçi, 2021) uyumlu çeşitli kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Bunlar; kaldıraç, büyüklük ve Tobin Q'dur. Bu bağlamda araştırmanın değişkenlerine ilişkin hesaplama yöntemlerine Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo: 2
Değişkenlerin Hesaplanması

Değişkenler	Hesaplama
İTSatışlar	İlişkili Taraf Satışları/Toplam Varlıklar
İTAlımlar	İlişkili Taraf Alımları/Toplam Varlıklar
İTBorç	İlişkili Tarafa Borçlar/Toplam Varlıklar
İTAlacak	İlişkili Taraftan Alacaklar/Toplam Varlıklar
FD	Piyasa Değeri/Defter Değeri
SP	Kriterler (15) x (0,1,2,3,4) = 0-60 puan arası
TobinQ	(Toplam Borçlar + Piyasa Değeri) /Aktif Toplamı
Kaldıraç	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar
Büyükük	Toplam Varlıkların Logaritması

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Hazırlanan çalışmada, Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen ve dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Generalized Methods of Moments - GMM) kullanılmıştır. Söz konusu yöntemin tahmin sonuçlarının geçerliliği adına analize geçmeden önce Sargan ve otokorelasyon testleri gerçekleştirilir (Tatoğlu, 2018: 132). Buna göre Sargan testi kullanılarak tahminlerin geçerliliği araç değişkenleriyle sınanmakta ve araç değişkenlerinin asıl değişkenleri net bir şekilde yansıtıp

yansıtmadığı tespit edilmektedir (Gujarati, 2004: 713). Öte yandan araştırma modelinde AR(1) ve AR(2) düzeyinde otokorelasyon sorununun olup olmadığı ise Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen otokorelasyon testi kullanılarak kontrol edilir. Son olarak, GMM yöntemi kapsamında oluşturulan tahmin modelinin bir bütün olarak geçerliliği ise Wald testine ait sonuçlarla değerlendirilir (Roodman, 2006: 35).

4. Bulgular

Araştırmanın bu bölümünde, betimleyici istatistiksel değerler ve panel regresyon analizine ilişkin testler ile elde edilen ampirik bulgulara yönelik genel değerlendirmeler yer almaktadır.

Tablo: 3
Tanımlayıcı İstatistiksel Değerler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min.	Max.
PD/DD	161	2.309	1.979	0	13.178
İTAlacak	161	0.038	0.054	1.52e-06	0.241
İTBorç	161	0.029	0.041	0.000	0.217
İTSatışlar	161	0.209	0.389	0.000	2.142
İTAlımlar	161	0.142	0.310	0.001	2.003
SP	161	53.180	2.266	43	57
SOS	161	16.634	1.076	12	18
Kaldıraç	161	0.631	0.170	0.290	1.070
Büyüklik	161	4.036	0.476	3.206	5.549
TobinQ	161	6.287	0.488	5.073	7.555

Tablo 3'te değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik değerleri yer almaktadır. Buna göre, söz konusu işletmeler bağlamında ilişkili taraf alım ve satım işlemlerinin ilişkili taraf borç ve alacak işlemlerine kıyasla ortalama değer bakımından daha yüksek gerçekleştikleri görülmektedir. Bununla birlikte, firma değerinin ölçümünde kullanılan PD/DD değişkenine ilişkin ortalama değer ise 2.309'dur. Bunun yanı sıra işletmelere ait sürdürülebilirlik puanları incelendiğinde en yüksek ve en düşük değerler sırasıyla 43 ve 57 olup, sürdürülebilirlik puanlarının ortalaması ise 53.2'dir.

Tablo 4'te regresyon analizine ilişkin sonuçlar yer almaktadır. Söz konusu sonuçlara göre GMM tahmincisinin geçerliliği araştırmanın üç modeli kapsamında incelendiğinde, Wald testine ilişkin sonuçların %1 (* $p < 0.01$) önem düzeyinde gerçekleştiği ve buna göre araştırma modellerinin bir bütün olarak istatistiksel açıdan anlamlı oldukları görülmektedir. Bununla birlikte ilgili tabloda, otokorelasyon sorununun incelenmesine yönelik gerçekleştirilen Arellano ve Bond testine ilişkin sonuçlar yer almaktadır. Bu test kapsamında hem AR(1) hem de AR(2) düzeyinde otokorelasyon durumu test edilmektedir. GMM yönteminin etkinliği açısından ilgili test sonucunda AR(1) düzeyinde negatif otokorelasyon beklenmekte olup, AR(2) düzeyinde ise otokorelasyon sorununun olmaması gerektiği ifade edilmektedir (Arellano, 2003: 121; Tatoğlu, 2018: 149-150). Bu bağlamda modellere ilişkin otokorelasyon test sonuçları incelendiğinde, modellerin tümünde AR(1) düzeyinde negatif otokorelasyon durumunun varlığından bahsetmek mümkün iken AR(2) düzeyinde otokorelasyon sorununun ise bulunmadığı görülmektedir. Son olarak, GMM yöntemi kapsamında kullanılan araç değişkenlerinin geçerlilik durumları Sargan testi kullanılarak

incelenmiştir. Bu test kapsamında H_0 hipotezi "aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir" şeklinde oluşturulmaktadır (Tatoğlu, 2018: 148). Buna göre araştırma modelleri dahilinde gerçekleştirilen Sargan testine ilişkin sonuçlar incelendiğinde, modellerin tümünde H_0 hipotezi reddedilmekte olup, değişkenlerin içsel olduğu tespit edilmiştir.

Tablo: 4
Analiz Sonuçları

DEĞİŞKEN	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3
PD/DD _{t-1}	0.272** (0.004)	0.277* (0.004)	0.276* (0.004)
TobinQ	8.386* (0.000)	8.516* (0.000)	8.493* (0.000)
İTTAlacak	-4.767 (0.155)		
İTTBorç	21.405** (0.014)		
İTSatışlar	-2.232* (0.003)		
İTAlımlar	-3.930* (0.000)		
Kaldıraç	-5.566* (0.000)	-5.529* (0.000)	-5.469* (0.000)
Büyüklik	7.337* (0.000)	7.675* (0.000)	7.666* (0.000)
SP		-0.056 (0.540)	-0.0546 (0.547)
İTTAlacak-SP		-0.090 (0.148)	
İTTBorç-SP		0.393** (0.014)	
İTSatışlar-SP		-0.042* (0.003)	
İTAlımlar-SP		-0.071* (0.000)	
İTTAlacak-SOS			-2920192 (0.140)
İTTBorç-SOS			1.232** (0.015)
İTSatışlar-SOS			-0.136* (0.002)
İTAlımlar-SOS			-0.223* (0.000)
Ar(1)	-2.584* (0.010)	-2.631* (0.008)	-2.645* (0.008)
Ar(2)	-4682 (0.640)	-0.365 (0.715)	-0.3515 (0.725)
Sargan	32.784* (0.003)	32.248* (0.004)	32.055* (0.004)
Gözlem Sayısı	115	115	115
Firma Gözlem Sayısı	23	23	23
Wald chi ²	118.28	117.81	118.66
Prob > chi ²	0.000*	0.000*	0.000*

Not : * $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.10$.

Bu bağlamda Model 1 kapsamında tespit edilen sonuçlar incelendiğinde, ilişkili taraf satışları ve ilişkili taraf alımlarının firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif etkiye, bununla birlikte ilişkili taraf borçlarının ise firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %5 önem düzeyinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip oldukları görülmektedir. Buna göre H_1 , H_2 ve H_4 hipotezleri kabul, H_3 hipotezi ise reddedilmiştir.

Bunun yanı sıra Model 2’de ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirliğin aracı rolü ve Model 3’te ise ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin aracı rolü incelenmiştir. Buna göre ilişkili taraf satışları ve ilişkili taraf alımları işlemlerinde gerek sürdürülebilirlik gerekse sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif aracı etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca söz konusu durum bağlamında ilişkili taraf borçlarının ise firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %5 önem düzeyinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu kapsamda H_{5a} , H_{5c} ve H_{5d} hipotezleri kabul, H_{5b} hipotezi ise reddedilmiştir. Benzer şekilde H_{6a} , H_{6c} ve H_{6d} hipotezleri kabul, H_{6b} hipotezi ise reddedilmiştir.

Öte yandan kontrol değişkeni olarak Model 1, Model 2 ve Model 3 kapsamında kullanılan Tobin Q ve büyüklük değişkenlerinin firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %1 önem düzeyinde anlamlı ve pozitif etkilerinin olduğu görülmüştür. Bununla birlikte her üç model bağlamında da kaldıraç değişkeninin firma değeri üzerinde istatistiksel açıdan %1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

5. Tartışma ve Sonuç

Hazırlanan çalışma, ilişkili taraf işlemlerinin firma değerine etkisinde sürdürülebilirliğin aracı rolünü incelemeyi amaçlamaktadır. Ulaşılan sonuçlar gerek sürdürülebilirlik gerekse sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin ilişkili taraf işlemleri ile firma değeri arasındaki ilişkiye aracılık ettiğini göstererek bu çalışmanın hipotezlerini büyük ölçüde desteklemektedir.

İlişkili taraf işlemleri konusu, hissedarların sahip oldukları servetleri üzerindeki tartışmalı etkileri nedeniyle son yıllarda daha fazla dikkat çekmektedir (Downs et al., 2016: 408). Bu bağlamda konu ile ilgili çalışmaların bir kısmında ilişkili taraf işlemlerinin; kurumsal kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini sağlaması, üçüncü taraflarla bilgi asimetrisini azaltması (Kohlbeck & Mayhew, 2010), sürdürülen çeşitli faaliyetler arasında düzenleyici rol üstlenmesi gibi işletmelere çeşitli açılardan faydalar sağlayabileceği savunulmaktadır (Yeh et al., 2012). Öyle ki gerçekleştirilen analiz sonucunda ilişkili taraf borçlarının firma değeri üzerinde pozitif yönde etkisinin olduğu görülmektedir ($\beta = 21.41$, $**p < 0.05$). Bununla birlikte konu ile ilgili gerçekleştirilen diğer çalışmalarda ise bu işlemlerin hissedarların servetinin kamulaştırılması riskini artırabileceğine ve dolayısıyla firma değerlemesini azaltabileceğine dair görüşler ifade edilmektedir (Cheung et al., 2006; Gordon et al., 2006; Berkman et al., 2009; Jian & Wong, 2010; Lin et al., 2010; Nekhili & Cherif, 2011). Nitekim bu araştırma kapsamında tespit edilen sonuçlar, ilişkili taraf satışlarının ve alımlarının firma değerini olumsuz etkilediklerini göstermektedir (sırasıyla $\beta = -2.23$, $*p < 0.01$; $\beta = -3.93$, $*p < 0.01$). Bu sonuca istinaden, yatırımcılar tarafından ilişkili taraf satışlarına karşı duyulan güvenin az olduğunu ifade etmek mümkündür. Dolayısıyla bu durumu, daha fazla ilişkili taraf kredisine sahip işletmelerin daha düşük firma değerine sahip olabilecekleri ile ilişkilendirmek mümkün olabilmektedir (Jian & Wong, 2004: 2). Bu bağlamda elde edilen sonuçlar Jian ve Wong (2004), Cheung vd. (2006), Nekhili ve Cherif

(2011), Bona-Sánchez vd. (2017) ve Hendratama ve Barokah (2020) tarafından ulaşılan sonuçlarla benzerlik göstermektedir.

Öte yandan bu çalışma kapsamında, ilişkili taraf işlemleri ile firma değeri arasındaki ilişkide sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin düzenleyici etkilerine dair de kanıtlar sunulmaktadır. Bu bağlamda yapılan analiz sonucunda ilişkili taraf satışları ve ilişkili taraf alımları işlemlerinde hem sürdürülebilirlik hem de sürdürülebilir sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firma değeri üzerinde olumsuz yönde, bununla birlikte ilişkili taraf borçlarının ise olumlu yönde aracı etkilerinin olduğu tespit edilmiştir (Sırasıyla $\beta = -.042$, * $p < 0.01$; $\beta = -.135$, * $p < 0.01$; $\beta = -.071$, * $p < 0.01$; $\beta = -.223$, * $p < 0.01$; $\beta = .393$, * $p < 0.05$; $\beta = 1.232$, * $p < 0.05$). Buna göre genel olarak ilişkili taraf işlemleri ile firma değeri arasında sürdürülebilirlik faaliyetlerinin aracı rolüne istinaden ters yönlü bir ilişkinin olduğunu ifade etmek mümkündür. Nitekim Garriga ve Melé (2004) ve Hendratama ve Barokah (2020) bir bütün olarak sürdürülebilirlik faaliyetleri bakımından yüksek puana sahip işletmelerin, firma değerlerini yükseltecek ilişkili taraf işlemlerine başvurma ihtimallerinin daha yüksek olabileceği ve bu işletmelerin daha az suistimal içeren ilişkili taraf işlemlerine sahip olma eğiliminde olabilecekleri ifade edilmektedir (Garriga & Melé, 2004; Hendratama & Barokah, 2020: 233).

Hazırlanan çalışmanın çeşitli kısıtları bulunmaktadır. Söz konusu kısıtlardan ilki, örneklem kapsamında incelenen işletme sayısı ve yıl aralığıdır. Nitekim farklı ülke uygulamaları çalışmaya dahil edilerek hem örneklem genişletilebilir hem de karşılaştırmalı sonuçların elde edilebilmesi mümkün hale gelebilir. Bir diğer kısıt ise, araştırma kapsamında kullanılacak değişkenlerle ilgilidir. Öyle ki araştırma modellerine kurumsal yönetim uygulamaları gibi işletmelere özgü çeşitli değişkeneler dahil edilerek ilgili durum farklı açılardan değerlendirilebilir. Son olarak gelecek çalışmalarda, ilişkili taraf işlemleri daha ayrıntılı bileşenlere ayrılarak çeşitli mali göstergeler üzerindeki etkileri incelenebilir.

Kaynaklar

- Albu, O.B. & M. Flyverbom (2019), "Organisational transparency: Conceptualizations, conditions, and consequences", *Business & Society*, 58(2), 268-297.
- Arellano, M. & S. Bond (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment", *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M. (2003), *Panel Data Econometrics*, Oxford: Oxford University Press.
- Armitage, S. & C. Marston (2008), "Corporate disclosure, cost of capital and reputation: evidence from finance directors", *Br. Account. Rev.*, 40(4), 314-336.
- Berkman, H. et al. (2009), "Expropriation through loans guarantees to related parties: evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, 33(1), 141-156.
- Bona-Sánchez, C. et al. (2017), "Related-party transactions, dominant owners and firm value", *BRQ Business Research Quarterly*, (20), 4-17.
- Cheng, Y.S. et al. (2010), "Capital Structure And Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis", *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.

- Cheung, Y.L. et al. (2006), "Tunneling, propping and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386.
- Cheung, Y.L. et al. (2009), "Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(3), 372-393.
- Downs, D.H. et al. (2016), "Related Party Transactions and Firm Value: Evidence from Property Markets in Hong Kong, Malaysia and Singapore", *J Real Estate Finan Econ*, (52), 408-427.
- Garriga, E. & D. Melé (2004), "Corporate social responsibility theories: mapping the territory", *J. Bus. Ethics*, 53(1-2), 51-71.
- Gordon, E. et al. (2006), "Related party transactions: associations with corporate governance and firm value", *Working Paper*, Rutgers University, New Brunswick, NJ.
- Gordon, E.A. et al. (2004), "Related party transactions and corporate governance", in: M. Hirschey et al. (eds.), *Advances in Financial Economics* (vol. 9) (1-27), Emerald Group Publishing Limited.
- Gujarati, D.N. (2004), *Basic Econometrics* (4th Edition), USA: McGraw Hill Inc.
- Hendratama, T.D. & Z. Barokah (2020), "Related party transactions and firm value: The moderating role of corporate social responsibility reporting", *China Journal of Accounting Research*, 13(2), 223-236.
- Ho, L.C.J. & M.E. Taylor (2007), "An empirical analysis of Triple-Bottom-Line Reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan", *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), 123-150.
- Hultman, J. & B. Axelsson (2007), "Towards a typology of transparency for marketing management research", *Ind. Mark. Manage*, 36(5), 627-635.
- Jian, M. & T.J. Wong (2004), "Earnings Management and tunneling through related party transactions: evidence from Chinese corporate groups", in: *Annual Conference Paper*, Proceedings of American Accounting Association.
- Jones, K. & T. Alabaster (1999), "Critical Analysis of Corporate Environmental Reporting Scoring Systems", *Journal of Environmental Assessment Policy and Management*, 1(1), 27-66.
- Kang, M. et al. (2014), "The association between related-party transactions and control- ownership wedge: evidence from Korea", *Pac.-Basin Fin. J.*, 29(1), 272-296.
- Kohlbeck, M. & B.W. Mayhew (2010), "Valuation of firms that disclose related party transactions", *J. Account. Public Policy*, 29(2), 115-137.
- Lin, W. et al. (2010), "Related party transactions, firm performance and control mechanisms: evidence from Taiwan", *International Research Journal of Finance and Economics*, 35(1), 82-98.
- Linthicum, C. et al. (2010), "Social responsibility and corporate reputation: the case of the Arthur Andersen Enron audit failure", *J. Account. Public Policy*, 29(2), 160-176.
- Nekhili, M. & M. Cherif (2011), "Related Parties Transactions And Firm's Market Value: The French Case", *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 291-315.
- Rasheed, P.C.A. et al. (2019), "Promoter Ownership, Related Party Transactions and Firm Performance: A Study Among Selected Companies in India", *FIIIB Business Review*, 8(3), 205-217.

- Roodman, D. (2006), "An Introduction to Difference and System GMM in Stata", Center for Global Development *Working Paper* No: 103.
- Schnackenberg, A.K. & E.C. Tomlinson (2016), "Organizational Transparency: A new perspective on managing trust in organization-stakeholder relationships", *J. Manage.*, 42(7), 1784-1810.
- Shleifer, A. & R.W. Vishny (1997), "A survey of corporate governance", *J. Fin.*, 52(2), 737-783.
- Silva, J.R. et al. (2019), "Enterprise Risk Management and Firm Value: Evidence from Brazil", *Emerging Markets Finance & Trade*, (55), 687-703.
- Suryani, A. & P.H.T. Atikah (2019), "The Effect of Related Party Transactions Through Opportunistic Behaviour Management to Increase Firm Value", *Journal of Finance and Banking Review*, 4(2), 64 -72.
- Suttipun, M. (2012), "Triple Bottom Line Reporting in Annual Reports: A Case Study of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand (SET)", *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(1), 69-92.
- Tambunan, M. et al. (2017), "Related party transactions and firm value in the business groups in the Indonesia stock exchange", *J. Appl. Fin. Bank*, 7(3), 1-20.
- Tatoğlu-Yerdelen, F. (2018), *İleri Panel Veri Analizi* (3. Baskı), Beta: İstanbul.
- Varıcı, İ. & A.B. Küçüktüfekçi (2021), "İlişkili Taraf İşlemlerinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul (BIST)'da Bir Uygulama", *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 14(2), 641-664.
- Wanga, H.D. et al. (2019), "Related Party Transactions, Business Relatedness, And Firm Performance", *Journal of Business Research*, (101), 411-425.
- Wong, R.M. et al. (2015), "Are related-party sales value-adding or value-destroying? Evidence from China", *J. Int. Finance. Manage. Account*, 26(1), 1-38.
- Yeh, Y.H. et al. (2012), "Related party transactions and corporate governance: the evidence from the Taiwan stock market", *Pacific Basin Finance Journal*, 20(5), 755-776.

Şendurur, U. & B. Gerekan (2023), "İlişkili Taraf İşlemleri ve Firma Değeri: Sürdürülebilirlik Performansının Aracı Etkisi", *Sosyoekonomi*, 31(56), 355-367.