

ULUSLARARASI ORTAKLIK YAPISININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

EFFECT OF INTERNATONAL PARTNERSHIP STRUCTURE TO STOCK RETURNS: EVIDENCE FROM BORSA ISTANBUL

Ebru DEMİRCİ

İstanbul Üniversitesi, Ulaştırma ve Lojistik Yüksek Okulu, İSTANBUL
(edemirci@istanbul.edu.tr)

Serap ŞAHİN

Kırıkkale Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, KIRIKKALE
(shnsrp@gmail.com)

ÖZ

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren işletmelerin uluslararası ortaklık yapısının hisse senedi getirilerine olan etkisi incelenmiştir. 2007- 2011 yılları arasında yapılan analizde iki kategorili Lojistik Regresyon Modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda doğrudan yabancı sermaye girişinin en yoğun yaşandığı 2007 yılı dışındaki yıllarda hisse senedi getirilerine olan etkisi açısından uluslararası sermaye yapısından söz etmek mümkün değildir. Çalışmada, hisse senedi getirisi üzerinde literatürle de uyumlu olarak cari oran, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve net kar marjı değişkenlerinin etkisi ortaya konulmuştur.

Anahtar Sözcükler: Uluslar arası ortaklık yapısı, Hisse senedi getirisi

ABSTRACT

This paper investigates the effects of stock return and international ownership concentration for listed firms in Borsa Istanbul. Two stage logistic regression model is used for the period of 2007 and 2011. We conclude that there is no signal for international ownership structure impact except 2007 that foreign direct investments inflows were more than other years. According to results obtained from the study, stock return performance can be determined in the line with literature by its current ratio, return on asset, return on equity and net profit margin.

Keywords: International partnership structure, Stock Return

1. Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik sorunlarının başında yatırım yapabilmek için gereken kaynakların “yetersizliği” gelmektedir. Bu yaşanan kaynak probleminin çözümü için dış borçlanma veya iç tasarrufları arttırmak gibi farklı ekonomik politikalar geliştirilmektedir. Ülkeler belirledikleri politikalarla ekonomilerindeki kalkınma sürecinin devamlılığını sağlamaya çalışmaktadırlar. Yüksek dış borçlanmanın yaratacağı olumsuz etkiden kurtulmak ve hem iç hem de dış yatırımcıların ilgisini arttırmak amacıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları için gerekli düzenlemeler yapılmasına ve sermaye piyasalarında çeşitli yatırım araçları geliştirilmesine çalışılmaktadır. Tasarruf sahipleri ise ülkelerin sermaye piyasalarında yaptıkları orta ve uzun vadeli menkul kıymet yatırımlarıyla kaynak arayan işletmelerin gelişmesine katkı sağlamaktadırlar. Yatırımcıların, sermaye piyasasında işlem gören hisse senetlerinden istedikleri getiri seviyesinde en uygun olanını seçebilmeleri için çeşitli analizlerin yapılması gerekmektedir. Hisse senedi getirisi değerlendirilmesinde, ülkenin ekonomik yapısı, faaliyet gösterilen endüstri alanı ve firmanın finansal oranları ayrıntılı olarak incelenmektedir. Uzun yıllardır hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen faktörler finans literatüründe farklı açılardan geniş bir şekilde irdelenmektedir.

İşletmelerin finansal performansını etkileyen değişkenler arasında yer alan işletmelerin ortaklık yapısı literatürde iki farklı şekilde ele alınmaktadır. Bunlardan ilki, ortaklık yoğunluğuna, yani ortakların ellerinde bulunun hisse senedi oranına göre belirlenirken ikincisi ise ortaklık kompozisyonudur. Ortaklık kompozisyonu yapısında işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğu dikkate alınmakta ve buna göre sınıflandırılmaktadır. Ortaklık kompozisyonu; yönetici, aile, kurumsal yatırımcı, devlet ya da yabancı sahiplik yapılarına göre farklı şekillerde analiz edilmektedir. Günümüze kadar bu sahiplik yapısı çeşitlerinin, işletmelerin finansal ve hisse senedi performanslarına olan etkisi, birçok çalışmada farklı zaman dilimleri ve değişkenler ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından analiz edilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik göstergelerindeki değişkenlik ve dinamik yapının, araştırmaların sonuçlarında etkili olduğu ve farklı sonuçlar elde edildiği araştırmacılar tarafından gözlenmiştir.

Özellikle yabancı sermayenin yoğun olarak ilgi gösterdiği, gelişmekte olan ülkelerdeki değişen ortaklık yapılarının ekonomiye ve işletmelerin performanslarına olan etkisi, gerek ülkelerin yönetimsel düzeyde oluşturulan raporlarında gerek akademik birçok çalışmada incelenmektedir. İşletmelerin performanslarında gerçekleşen yükselişe beraber ekonomiye olan katkılarının da artması 90'lı yıllardan günümüze kadar işletmelerin performanslarını etkileyen değişkenlere yönelik çalışmaları ön plana çıkarmıştır. Bir ülkedeki sermaye sahipliğinin yabancı ya da yerli olarak ayrılmasını etkileyen en önemli ekonomik faaliyet doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının akışıdır. Bu bağlamda Dunning (1958)'de İngiltere'de uluslararası doğrudan yatırımlarının hem ülke hem de işletmeler açısından etkisini, karşılaştırmalı olarak ele almıştır. Sermayenin ortaklık yapısının işletme performansına olan etkisi ilk defa Berle ve Means (1932)'in yaptığı çalışmada incelenmiştir.

Dünya'da 1960'lı yıllardan bu yana gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar, işletmelerin sermaye yapısı bileşenlerinde zorunlu değişikliklere yol açmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki yerel işletmelerin performanslarında rekabet gücünün etkisiyle de gelişme olup olmadığı sorusu ayrı bir tartışma ve araştırma konusu haline gelmiştir.

Yabancı sermayenin işletmelerdeki ortaklık yapısını değiştirmesi ve bu değişime bağlı olarak yaşanan çatışmalar ve kontrol problemleri, işletmenin “temsil yapısına” ilişkin sorunları da beraberinde getirmektedir. Buradan yola çıkarak, ilk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada, işletme yöneticilerinin ortaklık yapısında oluşan değişikliklerin performans üzerinde etkisini dikkate almaları gerektiği ortaya konulmuştur.

Uluslararası ortaklara sahip işletmelerde, farklı işletme kùltürlerinin bir araya gelmesi, faaliyet gösterilen ÷lkenin iç dinamikleri, ortaklarla çıkarlarının çatışması gibi konularda karşılaşılan sorunlar işletmelerin performansları olumsuz yönde etkilemektedir. Dinamik ve hızlı ekonomik gelişmenin yarattığı riskler ve belirsizlikler karar verme sürecinde yöneticileri zor durumda bırakmaktadır. Ayrıca, karar verme sürecinde işletme üzerinde daha fazla paya sahip ortakların son sözü söylemesi uluslararası düzeyde anlaşmazlıklar yaşanmasına sebep olabilmektedir.

Son yıllarda gelişmekte olan ÷lkelerdeki fırsatları değerlendiren yabancı yatırımcılar doğrudan sermaye yatırımları ile hem ekonomiye hem de işletmelerin performanslarına, yaratılan rekabetçi piyasalarla katkı yaratmaya çalışmaktadırlar. Doğrudan yabancı yatırımların ÷lke ekonomisine olan katkısı tartışılırken işletmelerin performanslarındaki etkisi de ilgi çeken konulardan biri haline gelmiştir. Hızlı büyüyen ekonomilerin gerekliliği haline gelen uluslararası ortaklık yapısı toplum tarafından hem olumlu hem de olumsuz şekillerde algılanmaktadır. Türkiye, 1980 yılında başlayan yeni düzenlemelerle beraber doğrudan yabancı sermayenin ilgisini çekmeye başlamıştır. Özellikle 2002 yılından bu yana özelleştirmeler, yeni yasal düzenlemeler ve ekonominin daha dışa açık hale gelmesiyle doğrudan yabancı sermaye açısından en yoğun dönemler yaşanmaktadır. Yapılan özelleştirmelere, yabancı yatırımcıların ilgisi toplum tarafından irdelenirken, özelleştirmelerin işletmelerin performansı ve verimliliği açısından ne kadar etkili olduğu tartışması da sürekli gündemde olan bir konu haline gelmiştir. Tablo 1’de, 2006 yılında yükselen yabancı yatırımcıların ilgisinin 2007 yılında en yüksek seviyeye ulaştığı, 2009 yılında ise yaşanan global ekonomik krizle beraber ciddi bir düşüş gerçeğleştiği gör÷lmektedir. 2011 yılında ekonomik dengelerin düzene girmesiyle beraber tekrar ilgi artmış ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları yükselmiştir.

Tablo1. 2006-2011 Yılları Arasındaki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon \$)	16.996	18.921	15.332	5.777	6.544	13.719

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı

işletmelerin performanslarındaki yabancı payının etkisini inceleyen çalışmalar, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin ortaklık payının kamu veya özel olması durumu ve yabancı ortaklık payının %50’den fazla olup olmamasına göre beş ya da on yıllık dönem aralıklarında yoğunlaşmaktadır. Türkiye’de ise 2000’li yıllarda başlayan yabancı yatırımcıların ilgisi ve gerçeğleşen doğrudan yatırımların işletmelerin performanslarına, finansal piyasalara ve makro ekonomik göstergelere olan etkisini inceleyen çalışmalara araştırmacılar tarafından son yıllarda yoğun ilgi gösterilmektedir. Türkiye’de yapılan çalışmalarda genellikle yabancı yatırımcıların işletme performansına (karlılık, Tobin-Q gibi) olan etkisi araştırılmaktadır. Menkul kıymet piyasasında işlem yapan hisse senedi yatırımcıları açısından işletmelerin hisse senedi performanslarını etkileyen faktörler arasında uluslararası ortaklık yapısının olup olmadığı ve menkul kıymet piyasasında algılanması ayrıntılı olarak ele alınması gereken konulardan biri haline gelmiştir.

Uluslararası ortaklık, işletmelerin finansal yapısını, teknolojik altyapısını, organizasyon yapısında iyileşme yaratırken işletmelerin verimliliğine olumlu etkileri söz konusudur (Commander ve Svejnar (2007)). İşletmelerde olumlu etkilerin olmasına rağmen karar verme sürecinde olumsuz etkileri de gözlenmektedir. Çok uluslu işletmelerin özellikle gelişmekte olan ülkelerde karar verme sürecinde dinamik ve etkin rol oynayacak taraf olarak payının değişmesi, hisse senedi yatırımcıları tarafından nasıl algılandığı önemli tartışma konularından biridir.

Bu çalışmanın öncelikli amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin uluslararası ortaklık yapısına sahip olmalarının hisse senedi performanslarını etkileyip etkilemediğini tespit etmektedir. Hisse senedi performansını etkileyen finansal performans değişkenleri de çalışmada ayrıca irdelenmektedir. Bu çalışma, uluslar arası ortaklık yapısının etkisini birçok yılı içerisinde barındıran tek bir dönem gibi inceleyen çalışmalardan farklı olarak etkiyi her yıl ayrı ayrı ele almaktadır. İşletmelerin sermaye yapısındaki değişikliklerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi ve bu değişimin yatırımcılar tarafından nasıl algılandığının incelendiği bu çalışmamızda yabancı yatırımcının etkisi değerlendirilmektedir. Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Dünya'da ve Türkiye'de yapılan benzer çalışmaların incelendiği literatür taramasından sonra veriler ve analiz yöntemi açıklanmaktadır. Son bölümde ise analiz sonuçları değerlendirilmektedir.

2. Literatür Taraması

Kim ve Lyn (1990) Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde yaptıkları çalışmada performans değişkenleri olarak hisse başına kar, vergi öncesi ve sonrası özsermaye karlılığı, brüt ve faaliyet karlılık oranlarını kullanmıştır. Çalışmada, yabancı sermayeli işletmelerin karlılıklarının, yerel işletmelere göre daha az olduğunu ortaya konulmuştur. Aynı zamanda, bu çalışma ile yabancı sermayeli işletmelerin yerel işletmelere oranla daha yüksek borçlanma ve daha yüksek likidite düzeyine sahip olduklarına da dikkat çekmişlerdir. Crain and Stitts (1994) yine ABD'de faaliyet gösteren yabancı sermayeli işletmeler için benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Benzer bir bulgu da İngiltere'de Emmanuel ve Oyelere (2002) tarafından yapılan çalışma ile ortaya konmuştur. Bu çalışmada, ortalama karlılık seviyesinin yabancı kontrolündeki işletmelerde yerel olanlara göre daha az olduğu belirtilmiştir. Dwivedi ve Jain (2005) Hindistan'da faaliyet gösteren işletmeler üzerine yaptıkları analiz ile yabancı payı yüksek olan özel sektör işletmelerinin piyasa değerlerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Uluslararası sermayenin işletme performansına olumlu katkısı olduğunu da belirten bu çalışmada beş yıllık dönem için 367 işletme incelenmiştir.

Tezölmez ve Gökşen (2006) yaptıkları çalışmada Türkiye'de kurulmuş olan uluslararası ortaklık yapısına sahip işletmelerin performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada, ortaklar arasında eşit pay dağılımı olmasının çeşitli avantaj ve dezavantajlarından bahsedilmiş ve eşit pay dağılımının genellikle karar verme sürecini yavaşlattığı ve güçleştirdiği belirtilmiştir. Ayrıca Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, karar verme sürecinde son söz hakkının tek bir otoritede toplanmasının işletmelerin performanslarını olumlu yönde etkileyeceği sonucuna varmışlardır. Bulgular, ortaklar arasındaki pay farkı arttıkça finansal performansın ve işletme hedeflerinin gerçekleştirilme performansının iyileştiğini göstermiştir. Aydın, Sayim ve Yalama (2007) sahiplik yapısında yabancı payı ile işletme performansı üzerine yaptıkları çalışmada, yabancı payına sahip olan işletmelerin performans düzeylerinin yerel işletmelere oranla daha yüksek düzeylerde gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Yine aynı yıl Çıtak (2007) 2000-2004 yılları için, panel veri analizi kullanarak sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmış ve firma performansı ve sahiplik yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Bulut ve diğerlerinin (2009) yaptıkları çalışmada benzer bir ilişki halka arz sonrası işletmelerin faaliyet performansları açısından incelenmiştir.

Çalışmada, yüksek yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan grubun, düşük yönetici-sahiplik düzeyi taşıyan gruba göre halka arz sonrası dönemde daha iyi faaliyet performansı gösterdiği belirtilmiştir. Şamiloğlu ve Ünlü (2010) çalışmalarında İMKB 100 endeksinde işlem gören uygun veri yapısına sahip 70 işletmeyi ele almışlardır. Çalışmanın örneklem periyodu ise 2002 – 2007 yılları olarak belirlenmiştir. Bu çalışmada, hem piyasa temelli hem de muhasebe temelli performans ölçütleri ile sahiplik yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bayrakdaroğlu (2010), İMKB'de faaliyet gösteren işletmelerin Tobin-Q, varlık ve özsermaye karlılığı olarak belirledikleri performans değişkenlerini, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenleri ile açıklamaya çalışmışlardır. Çalışma, 2005-2009 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre sahiplik yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Ayrıca, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine etkili olamadığı sonucuna varılmıştır. Erdoğan (2011) yaptığı çalışmada yabancı ve yerel sahiplik yapısına ait işletmelerin finansal performanslarını 2002-2007 yılları arasında incelemiştir. Çalışmada iki grup arasında finansal performans gösterge oranları açaşından bir farklılığa rastlanmamıştır.

Geniş bir literatür taraması içeren Varcholova ve Beslerova (2013) yaptıkları çalışmada ise araştırmacıların genellikle sermaye yapısı ile işletme performans göstergelerinden aktif ve özsermaye karlılığı ve piyasa/defter değeri değişkenlerinin çoğunlukla elde edilen sonuçlar arasında olduğunu belirtmişlerdir.

3. Veri Seti, Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması ve Metodoloji

3.1. Veri Seti ve Kısıtlar

Çalışmada 2007 ve 2011 yıllarına ait yerel ve yabancı paylarına ilişkin veriler, İstanbul Sanayi Odası ilk 500 listesindeki şirketler arasından Borsa İstanbul'da işlem görenler için hazırlanan yıllıklardan yararlanılarak elde edilmiştir. Çalışmada, banka ve finansal işletmeler dışında toplam 108 adet imalat sanayi işletmesi analize dâhil edilmiştir. Kategorik bağımlı değişkeni oluşturan hisse senedi getiri oranları, Borsa İstanbul'un resmi web sayfasında yayınlanan bültenlerden elde edilmiştir. Elde edilen fiyatlar daha sonra düzeltmeye tabi tutulmuştur. Hesaplanan yıllık getiri oranı reel hale getirilmiştir. 2007 ve 2011 yılları için elde edilen hisse senedi getiri oranları pozitif ve negatif olan işletmeler arasındaki finansal performans farklılığının olup olmadığını test etmek amacıyla İki Kategorili Lojistik Regresyon Analizinden yararlanılmıştır. Bağımlı değişkeni yani Hisse Senedi Getiri Oranlarını (HSGO) sembolize edersek:

HSGO = 1, Hisse Senedi Getiri Oranı pozitif olanlar

0, Hisse Senedi Getiri Oranı negatif olanlar

şeklinde tanımlaması yapılmıştır. HSGO etkileyen faktörleri elde edebilmek için regresyon modelinde bağımsız değişken olarak, Borsa İstanbul'da işlem gören 108 işletmenin 2007 ve 2011 yılına ait yıllık bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılarak finansal performans oranları elde edilmiştir. Çalışmanın kapsamında işletmelerin hisse senedi getiri oranlarını etkileyen faktörleri belirleyebilmek için finansal oranlarla birlikte işletmelerin sermaye yapısına göre yerli veya uluslararası yatırımcılardan oluşması göz önüne alınarak elde edilen kategorik bağımsız değişkenle

birlikte model de toplam on beş bağımsız değişken kullanılmıştır. Analiz sürecinde bağımsız değişkenleri oluşturan finansal performans oranları: likidite oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve finansal yapı oranları olmak üzere 4 temel grup altında incelenmiştir. Bu çalışmada, incelenen 2007 ve 2011 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarında kullanılan 14 finansal oran ile bağımsız kategorik değişken ve modeldeki kısaltmaları Tablo 2'de gösterilmektedir. Çalışmada 2007 ve 2011 yıllarına ilişkin yabancı sermaye hareketlerinin yoğun olmasının yatırımcılar açısından nasıl değerlendirildiğinin belirlenmesi açısından dönem kısıtlamasına gidilmiştir. 2008, 2009 ve 2010 yılları en azından hisse senetlerinin getirisini etkileyen finansal performans ölçütleri açısından incelenmek istense de verilerde İki Kategorili Lojistik Regresyon yönteminin kullanılabilmesi için gerek ve yeter koşullar sağlanamamıştır. Analiz, SPSS (TASWstatistics18) programı kullanılarak yapılmıştır.

Tablo 2. Modeldeki Değişkenler ve Kısaltmaları

Oran	Formüller	Modeldeki Kıs.
Likidite Oranları		
Cari Oran	Dönen Varlık / Kısa vadeli Yükümlülükler	CO
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlık-Stoklar) / Kısa vadeli Yükümlülükler	A-TO
Finansal Yapı Oranları		
Finansal Kaldıraç Oranı	(Kısa Vadeli Yük.+ Uzun Vadeli Yük.) / Toplam Varlıklar	FKO
	Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	KVB/TB
	Kısa Vadeli Borç / Toplam Kaynaklar	KVB/TK
Faaliyet Oranları		
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ortalama Stok	SDH
Duran Varlık Devir Hızı	Satış Gelirleri / Duran Varlıklar	DvDH
Öz Sermaye Devir Hızı	Satış Gelirleri / Öz Sermaye	ÖDH
Toplam Varlık Devir Hızı	Satış Gelirleri / Toplam Varlıklar	TvDH
Karlılık Oranları		
Öz Sermaye Karlılığı	Net Dönem Karı / Öz Sermaye	ÖK
Aktif Karlılığı	Net Dönem Karı / Toplam Varlıklar	AK
Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet Karı / Satış Gelirleri	FKM
Net Kar Marjı	Net Dönem Karı / Satış Gelirleri	NKM
VOK Marjı	Vergi Öncesi Kar / Satış Gelirleri	VOKM
Diğer Oranlar		
Sermaye Yapısı	SY = 0, karma sermayeli işletmeler; SY = 1, yerli sermayeli işletmeler	SY

Çalışmada kullanılan 2007 ve 2011 yıllarına ait tanımlayıcı istatistikî verileri Tablo 3 ve 4'te gösterilmektedir.

Tablo 3. 2007 Yılı Tanımsal İstatistikler

	İşletme Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
HSGO	108	0	1	.56	.498
SY	108	0	1	.65	.480
CO	108	.47989	10.86444	2.5155564	1.88104269
A-TO	108	.35679	9.58270	1.7763396	1.57054512
FKO	108	.05741	.94948	.3883402	.19284309
SDH	108	1.39657	45.37819	7.2181544	6.43079375
DvDH	108	.00000	11.75475	2.7434191	2.03362394
ÖDH	108	.48694	12.92340	2.1870104	1.76975630
TvDH	108	.37081	3.06080	1.0838862	.48725687
ÖK	108	-4.02689	.55453	.1110781	.43964656
AK	108	-.17428	.33360	.0924750	.09425828
FKM	108	-.26694	.51014	.1037574	.12693695
NKM	108	-.30141	.59983	.0950221	.13361883
VOKM	108	-.31160	.69938	.1177212	.15479475
KVB/TB	108	.18020	.99888	.7146966	.17670977
KVB/TK	108	.03814	.93800	.2796219	.16891662

Tablo 4. 2011 Yılı Tanımsal İstatistikler

	İşletme Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
HSGO	108	0	1	.37	.485
SY	108	0	1	.65	.480
CO	108	.38641	17.63553	2.1953292	1.97837899
A-TO	108	.10832	16.26850	1.5806873	1.73547568
FKO	108	.05308	.94058	.4550973	.21246945
SDH	108	1.35942	34.51991	7.3221413	5.99010198
DvDH	108	.50715	13.65740	3.0210981	2.47243988
ÖDH	108	.37198	16.99222	2.6657675	2.80068346
TvDH	108	.32112	2.95296	1.0360696	.49371963
ÖK	108	-.86123	.65621	.0827381	.24726673
AK	108	-.13514	.31764	.0830928	.07826922
FKM	108	-.27885	.53051	.0865794	.10358917
NKM	108	-.37727	.48152	.0612100	.11712940
VOKM	108	-.36458	.58275	.0733828	.13845647
KVB/TB	108	.24846	.97999	.7478774	.17283546
KVB/TK	108	.04858	.92177	.3399507	.18699121

3.2. Metodoloji

Bu çalışmada, işletmelerin HSGO tahmin edilmesi amacıyla bağımlı değişkenin kategorik olduğu durumlar için kullanılması uygun olan analitik yöntemlerden İki Kategorili Lojistik Regresyon Analizi uygulanmıştır.

3.2.1. İki Kategorili Lojistik Regresyon Analizi

Bağımlı ve bağımsız değişken ayırımının yapıldığı çok değişkenli modellerde, bağımlı değişken nominal ölçekli bir değişken olduğunda En Küçük Kareler (EKK) tekniğiyle elde edilen parametre tahminleri, bu tekniğin bağımlı değişkenin normal dağılıma uyduğu varsayımını sağlamaması nedeniyle yetersiz kalmaktadır. Bağımlı değişken nominal ölçekli ise, EKK tekniğine alternatif olarak kullanılabilir teknikler arasında Lojistik Regresyon Analizi diğer adıyla Logit Model yer almaktadır. (Şahin, 2011:14-39)

Lojistik Regresyon Analizi, bağımlı değişkenlerinin kategorik olarak ikili, üçlü ve çoklu kategorilerde gözlemlendiği durumlarda, açıklayıcı değişkenlerin (bağımsız değişken) bağımlı değişken ile sebep sonuç ilişkisini belirlemede yararlanılan bir yöntemdir. Ayrıca, açıklayıcı değişkenlere göre bağımlı değişkeninin beklenen değerinin olasılık olarak elde edildiği, sınıflama ve atama işlemi yapmaya yardımcı olan bir regresyon modelidir. Lojistik Regresyon Analizinin en önemli amacı, istatistikteki diğer model kurma yöntemlerinde olduğu gibi bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkinin tanımlanmasında en uygun modelin belirlenmesidir (Hosmer and Lemeshow, 2000:1).

x_1, x_2, \dots, x_p açıklayıcı değişkenler olmak üzere değerleri biliniyorken y 'nin koşullu beklenen değeri basit gösterimiyle $P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p) = E(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p)$ olarak ifade edilirse, Lojistik Regresyon Modeli basit formda (Pampel, 2000:16);

$$P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p}} \quad (1)$$

olarak gösterilir.

Lojistik regresyonun temelini oluşturan $P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p)$ dönüşümü *Lojit dönüşümü* olarak tanımlanmakta ve aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Agresti, 1996:103).

$$g(x) = \log \left[\frac{P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p)}{1 - P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_p)} \right] = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p$$

Bu dönüşümün önemi, Doğrusal Regresyon Modelinin birçok önemli özelliğine sahip olmasından kaynaklanmaktadır. İlk olarak Lojit, $g(x)$, parametreleri bakımından doğrusaldır. Lojit ile sürekli değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusallığını tanımlamak amacıyla "tasarım değişkenleri" (design variables) ve Kesirli Polinomlar (Fractional Polynomials) olmak üzere iki yöntem önerilmektedir (Hosmer and Lemeshow, 2000:99). Ayrıca p değeri arttıkça *lojit* (p) değeri de artar, p değeri $[0, 1]$ arasında değer alırken *lojit* (p), $-\infty, +\infty$ aralığında değer almaktadır. Son olarak da gözlemlerin sınıflara atanmasında da kullanılan önemli bir özelliği de $p < 0,5$ olduğunda *lojit* (p) < 0 ve eğer $p \geq 0,5$ ise *lojit* (p) ≥ 0 değerini alacak olmasıdır. (Tatlıdil, 1996:293)

İki Kategorili Lojistik Regresyon Modellerinde parametre tahminlerinin yapılabilmesi için uygulamada sıklıkla kullanılan En Çok Olabilirlik Tahmin (Maksimum Likelihood Estimation-MLE) yöntemi önerilmektedir. En Çok Olabilirlik Tahmin yöntemi belli bir örneklem değerinin gerçekleşme olasılığını en yüksek yapan parametre değerlerini bulmaya çalışmaktadır (Wright, 1994:225).

Olabilirlik fonksiyonu, ortak olasılık fonksiyonuna verilen başka bir isimdir. Tek fark ortak olasılık fonksiyonunda θ 'nın bilindiği Y 'lerin bilinmediği, olabilirlik fonksiyonunda ise Y 'lerin bilindiği θ 'nın ise bilinmediği varsayılmaktadır (Gill, 2001:21). Olabilirlik fonksiyonu, rassal örneklemin belli bir sonucu olan $y (y = \{y_1, y_2, \dots, y_n\})$ biliniyorken θ 'yı bilinmeyen olarak ifade eden bir fonksiyondur ve aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

$$L(\theta | y_1, y_2, \dots, y_n) = L(\theta | y) = \prod_{i=1}^n f(y_i; \theta)$$

Bu olabilirlik fonksiyonu bağımlı değişkenin iki kategorili olduğu durum için genelleştirildiğinde; istenen durumun ortaya çıkma olasılığı $p_i = P(y_i = 1 | x_i)$ ve istenmeyen durumunun ortaya çıkma olasılığı $1 - p_i = P(y_i = 0 | x_i)$ olarak gösterilirse, i . gözlem için olasılık değeri,

$$P(y_i | x_i) = p_i^{y_i} (1 - p_i)^{1-y_i} \quad (2)$$

olarak ifade edilmektedir. Bu olasılığın birbirinden bağımsız n gözlem için olabilirlik fonksiyonu aşağıdaki gibidir (Pampel, 2000:41).

$$l(\beta | y, x_i) = \prod_{i=1}^n p_i^{y_i} (1 - p_i)^{1-y_i}$$

Bilindiği gibi En Çok Olabilirlik Tahmin yönteminin amacı açıklayıcı değişkenlerin katsayısı olan β değerlerini bağımlı değişkeni y 'nin gözlenme olasılığını maksimum yapacak biçimde tahmin etmektir. Kısaca, $\max \ln[l(\beta | y, x_i)] = \ln \left[\prod_{i=1}^n p_i^{y_i} (1 - p_i)^{1-y_i} \right]$ olarak tanımlanmaktadır. (Tatlıdil, 1996:296)

Bu maksimizasyon probleminde kolaylık sağlamak için ortak olasılık fonksiyonunun doğal logaritması kullanılarak;

$$\max \ln L[(\beta | y, x_i)] = \ln \left[\prod_{i=1}^n p_i^{y_i} (1 - p_i)^{1-y_i} \right] = \sum_{i=1}^n [y_i \ln p_i + (1 - y_i) \ln (1 - p_i)] \quad (3)$$

fonsiyonu elde edilir.

Lojistik Regresyon Modelinden, Eşitlik 1'de verilen olayın gerçekleşme olasılık değeri Eşitlik 3'de yerine konularak fonksiyonun β parametrelerine göre birinci mertebeden türevi alınıp, sifra eşitlenerek elde edilen denklemlerin çözümleri $\hat{\beta}$ 'leri vermektedir. Fakat bu eşitliklerdeki β parametrelerinin olabilirlik fonksiyonu içinde doğrusal olmaması nedeniyle iteratif yolla çözüme gidilmektedir.

En Çok Olabilirlik Tahmininin, iteratif çözüm yöntemleri içinde; En Hızlı Artış (Steepest Ascent), Newton-Raphson, Derecelendirme, BHHH (Berndt, E. R., Hall, B. H., Hall, R. E. ve Hausman, J. A) ve Sayısal Türevler (Numerical Derivatives) gibi yöntemler bulunmaktadır (Long, 1997:54-57). Bu yöntemlerden tercih edilen ve birçok istatistik paket programın kullandığı yöntem Newton-Raphson yöntemidir.

Ayrıca, modelin uygunluğunun sınanması (H_0 : Teorik model veriyi iyi temsil etmektedir. H_1 : Teorik model veriyi iyi temsil etmemektedir.) için Hosmer-Lemeshow Testi kullanılmaktadır. En Çok Olabilirlikle, tahminleri yapılan İki Kategorili Lojistik Regresyon parametrelerinin anlamlılığı ise Wald testi ile ve modeldeki parametrelerin uygunluğunun sınanması için de parametrelerin birlikte anlamlılığını test eden Omnibus Testi kullanılmaktadır.

4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

4.1. Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Lojistik Regresyon Analizi sonuçlarına göre, 2007 ve 2011 yıllarına ait HSGO tahmin edilmesinde kurulan modellerde, modelin uygunluğu için kullanılan Hosmer-Lemeshow test sonucu sırası ile 0,514 ve 0,157 anlamlılık düzeyinde teorik modellerin veri setini iyi temsil ettiğini ileri süren sıfır hipotezinin anlamlı olduğu kabul edilmektedir (bkz. Tablo 5). Yine aynı tabloda yer alan model parametrelerinin birlikte anlamlılığını sınavan Omnibus test sonucu incelendiğinde ise, modeldeki bağımsız değişkenlere ait parametrelerin anlamlı olduğu görülmektedir (sig.0,000).

Tablo 5. 2007 ve 2011 Yılları için Test Sonuçları

Testler	2007			2011		
	χ^2	df	Sig.	χ^2	df	Sig.
Hosmer-Lemeshow Testi	7,212	8	0,514	11,872	8	0,157
Omnibus Testi	20,124	3	0,000	19,426	2	0,000

Çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşılaşmamak için modele girecek değişkenlerin seçiminde Adım Adım Regresyon Yöntemi kullanılmıştır. Modele giren değişkenler 2007 ve 2011 yılları için sırası ile Tablo 6 ve 7'de verilmiştir. Aynı tablolarda $\exp(\beta)$ değerinin yorumlanmasında sağladığı kolaylık nedeniyle, standartlaştırılmış bağımsız değişken değerleri ile model tekrar elde edilmiştir.

Tablo 6'da verilen lojit dönüşümü sonunda model şu şekilde elde edilmiştir:

$$=-0,607\text{Sabit}+1,400\text{ST}-0,852\text{CO}+0,752\text{AK}$$

Tablo 6'dan görüldüğü gibi 2007 yılı için HSGO etkileyen faktörler arasında sermaye yapısı, cari oran ve aktif karlılığı oranları önemli birer açıklayıcı değişkendir. Değişkenlerin tek tek anlamlılıkları test edildiğinde modeldeki değişkenlerin sırası ile %0,2, %0,4 ve %0,7 anlamlılık düzeylerinde modelde olmaları anlamlı bulunmuştur. Ayrıca 2007 yılı için HSGO etkileyen bağımsız değişkenlerden en önemlisinin kukla değişken olan sermaye yapısı olduğu Tablo 6'da açıkça görülmektedir. Modeldeki diğer değişkenlerin sabit kaldığı varsayımıyla sermaye yapısı değişkenindeki değişiklik; işletmenin HSGO pozitif olarak tanımlanan sınıfa ("1" sınıfı) atanması olasılığının, HSGO negatif olan işletmeler olarak tanımlanan sınıfa ("0" sınıfı) atanması olasılığına oranın $\exp(\beta) = 4,057$ kat etkilediği şeklinde yorumlanmaktadır. Modeldeki diğer değişkenlerin katsayılarının üstel değerleri de aynı şekilde analiz edilmektedir.

Tablo 6. 2007 Yılı için Modeldeki Açıklayıcı Değişkenler ve Katsayıları

Değişkenler	Modele Giren Değişkenler			Standartlaştırılmış Değişkenler için Değerler	
	β	Wald	Sig.	β^*	$\exp(\beta^*)$
SY	1,400	9,414	0,002	1,400	4,057
CO	-0,453	8,123	0,004	-0,852	0,426
AK	7,973	7,242	0,007	0,752	2,120
(Sabit)	-0,204	0,461	0,658	-0,607	0,545

2011 yılı için de Tablo 7 incelendiğinde HSGO etkileyen faktörler arasında özsermaye karlılığı ve net kar marjı oranlarının yer aldığı görülmektedir. Lojistik model şu şekilde elde edilmiştir:

$$=-0,985\text{Sabit}+2,054\text{ÖK}-0,911\text{NKM}$$

Değişkenlerin anlamlılıkları test edildiğinde modeldeki değişkenlerin sırası ile %0,1 ve %3,7 anlamlılık düzeylerinde modelde olmaları anlamlı bulunmuştur. Ayrıca 2011 yılı için HSGO etkileyen bu iki bağımsız değişken arasından en önemlisinin özsermaye karlılığı olduğu Tablo 7'den açıkça görülmektedir.

Tablo 7. 2011 Yılı için Modeldeki Açıklayıcı Değişkenler ve Katsayıları

Değişkenler	Modele Giren Değişkenler			Standartlaştırılmış Değişkenler için Değerler	
	β	Wald	Sig.	β^*	$\exp(\beta^*)$
ÖK	8,309	10,135	0,001	2,054	7,803
NKM	-7,780	4,338	0,037	-0,911	0,402
(Sabit)	-0,985	10,627	0,001	-0,774	0,461

Modelin grupları doğru sınıflandırma yüzdesi yanlış sınıflandırma maliyetlerinin birbirine eşit olduğu varsayımıyla, kesim değerleri (cut value) yıllar için sırası ile "0,55" ve "0,37" olarak belirlenmiştir. Tablo 8'den de görüldüğü gibi, analiz sonucunda negatif hisse senedi getirisine sahip olan şirketleri doğru sınıflandırma oranı olan duyarlılık (sensitivity) değeri 2007 ve 2011 yılları için sırası ile %59,6 ve %70,6 olarak belirlenmiştir. Yüksek hisse senedi getirisine sahip şirketleri doğru sınıflandırma oranı olan özgünlük (specificity) değeri ise sırası ile %70,5 ve %75,0 ve toplamda grupları doğru sınıflandırma oranı olan doğruluk (accuracy) değeri ise sırası ile %65,7 ve %72,2 olarak elde edilmiştir.

Tablo 8. 2007 ve 2011 Yılları için Doğru Sınıflandırma Değerleri

2007 Sınıflandırma Sonuçları				2011 Sınıflandırma Sonuçları			
Sınıf	0	1	Doğru Yüzdesi	Sınıf	0	1	Doğru Yüzdesi
0	28	19	59,6	0	48	20	70,6
1	18	43	70,5	1	10	30	75,0
Toplam			65,7	Toplam			72,2

Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada 2007 ve 2011 yıllarında Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin hisse senedi performanslarına sermaye yapısının yerel ve uluslararası sermayeli olması durumu ve finansal performans değişkenlerinin etkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2007 yılında hisse senedi performansını etkileyen değişkenlerin cari oran, aktif karlılığı ile sermaye yapısı olarak belirlenmiştir. Doğrudan yabancı sermayenin en yüksek seviyede görüldüğü 2007 yılında yabancı ve yerel sermayeyi temsil eden değişkenin hisse senetlerine olan etkisinin olumlu olduğu gözlenmiştir. Bu etkileşim 2011 yılında aynı şekilde karşımıza çıkmamaktadır. Sermaye yapısının farklılığını ifade eden değişkenin etkisi, doğrudan yabancı sermayenin Türkiye'ye yoğun şekilde ilgi gösterdiği 2011 yılında devamlılık göstermemiştir. Çalışmada, yatırımcılar açısından ortaklık yapısının yerel ve uluslararası olması durumunun işletmelerin hisse senedi performanslarında dönemsel olarak bir etkileşim yarattığı ortaya konulmuştur. İşletmelerin hisse senetlerinin performansları değerlendirilirken yatırımcıların sermaye yapısına dönemsel olarak tepki verdikleri ve uluslararası ortaklık yapısının işletme performanslarına olumlu etkisinin genel bir görüş olmasına (Varcholova ve Beslerova, 2013) karşılık bu durumun hisse senedi performansları açısından beklenildiği gibi gerçekleşmediği tespit edilmiştir.

Çalışmada elde edilen sonuçlar incelendiğinde Türkiye'de hisse senedini performansını etkileyen faktörler açısından literatürle tutarlı sonuçlar elde edilmiştir (Demir (2001), Kalaycı ve Karataş (2005), Yılgör (2005), Çıtak(2007), Ege ve Bayraktaroğlu (2009)). İşletmelerin özellikle borç/özsermaye yapısı, karlılık ve fiyat/kazanç oranı gibi değişkenler ile hisse senetlerinin fiyatı ile olan ilişkisi literatür de yoğun olarak elde edilen sonuçlar arasındadır. Genel olarak işletmelerin finansal performans değişkenlerinin hisse senetlerinin getirilerini etkilediği yönünde araştırmacılar ve portföy yöneticileri arasında fikir birliği mevcuttur.

Hisse senedi getirileri etkileyen değişkenlere yönelik farklı sonuçlar ve değerlendirmeler mevcuttur. Hisse senetlerinin performanslarını sadece işletmelerin içsel özellikleri değil faaliyet gösterdikleri piyasalara özgü değişkenler de değerlendirilmektedir. Bunların yanı sıra enflasyon beklentisi, reel faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve büyüme gibi makroekonomik değişkenler de hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilmektedir.

Sahiplik yapısı çeşitlerinin, işletmelerin finansal ve hisse senedi getiri performanslarına olan etkisi birçok çalışmada incelenmekle birlikte bu konuda da genel bir kanıya varılamamıştır. Farklı zaman dilimleri ve ekonomik dinamiklere sahip özellikle gelişmekte olan ülkeler için elde edilen sonuçlar araştırmacılar tarafından tartışılmaktadır. Bu konu ile ilgili yapılan çalışmaların özellikle sermaye akışının yoğun yaşandığı ülkelerde yapısal düzenlemeler ve rekabet koşullarına ile birlikte gelişen yerel işletmelerin hisse senedi ve finansal performanslarının uluslararası ortaklık yapısına sahip işletmelerinkiyle yıllar itibarıyla karşılaştırılmalıdır. Yerel işletmeler açısından gereken önlemler alınmalı ve yatırımcıların yerel işletmeler yönelik algılar gözden geçirilmelidir.

Kaynakça

- Agresti, Alan (1996), *An Introduction to Categorical Data Analysis*, John Wiley & Sons.
- Aydın, N., Sayim M. ve Yalama A. (2007) "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 11:103-111.
- Bayraktaroğlu, A. (2010) "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2:11-20.

- Bulut H., Çankaya F. ve Er B. (2009) "Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halk Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11:101-112.
- Commander, S. Ve Svejnar, J. (2007) "Do Institutions, Ownership, Exporting and Competition Explain Firm Performance Evidence from 26 Transition Countries", *IZA Discussion Paper Series*, No.2637
- Crain, T. L. ve Stitts, R. H. (1994) "A comparison of Gross Profit Margins Between Foreign-Controlled Domestic Corporations and Comparable U.S.-Controlled Domestic Corporations", *Journal of International Accounting*, 3:85-101.
- Çıtak, L.(2007). "The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies". *International Research Journal of Finance and Economics*, 9:231-245.
- Dunning J.H. (1958), *American Investment in British Manufacturing Industry*, Allen and Unwin, London
- Dwivedi N. ve Jain A.K. (2005) "Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership", *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 3:161-172.
- Ege, İ. ve Bayraktaroğlu, A. (2009) "İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 10:139-158.
- Emmanuel, C.R. ve Oyelere, P.B. (2002) "Differences in the reported Performances of Foreign-Controlled and Domestically-Controlled Firms: Some U.K. Evidence", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 11: 1-17.
- Erdoğan, A.I. (2011) "Foreign-Owned Firms and Domestically-Owned Firms in Turkey: An Analysis of the Differentiating Characteristics", *Journal of Money, Investment and Banking*, 19:124-128.
- Gill, J. (2001), *Generalized Linear Models*, USA Sage University Paper.
- Hosmer, D. W. ve Lemeshow, S. (2000), *Applied Logistic Regression*, 2nd Edition, USA, John Wiley & Sons.
- Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3:305-360.
- Kalaycı, Ş. ve Karataş, A. (2005) "Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB'de Bir Temel Analiz Araştırması", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 146-147.
- Kim, W. S. ve Lyn, E. O. (1990). "FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the U.S", *Journal of International Business Studies*, 1: 41-54.
- Long, J. S. (1997), *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*, USA, Sage Publication.
- Pampel, F. C. (2000), *Logistic Regression A Primer*, Sage Publication, USA.
- Şahin, S. (2011), "Sosyal Bilimlerde Kalitatif Bağımlı Değişkenlere Yaklaşımında İstatistik Yöntemler", Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Şamiloğlu, F. ve Ünlü, U. (2010) "Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", *Muhasebe ve finansman Dergisi*, 46: 66-73.
- Tatlıdil, H. (1996), *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Analiz*, Cem Ofset Ltd. Şti., Ankara.
- Tezölmez, S. H. U. ve Gökşen, N.,N.,S. (2006) "Türkiye'deki Uluslararası Ortaklıklarda Sahiplik Yapısı ve Performans", *İktisat İşletme ve Finans*, 245: 77-92.
- Wright, R.E. (1994), Reading and Understanding Multivariate Statistics, *American Psychological Association*, Edited By Laurence G. Grimm and Paul R. Yarnold, 225.
- Varcholova, T. ve Beslerova, S. (2013), "Ownership Structure and Company Performance-Researchand Literature Review", *Financial internet quarterly-efinance*, 24-33.
- Yılğör, A. G. (2005), "İşletmelerin Borçlanma Düzeylerindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1:15-28.

