

İLİŞKİLİ TARAF İŞLEMLERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL (BİST)'DA BİR UYGULAMA*

Doç. Dr. İdris VARICI^a
Ayşe Betül KÜÇÜKTÜFEKÇİ^b

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi
Temmuz 2021; 14 (2): 641-664

ÖZ

İlişkili taraf işlemleri işletmelerde hem kurumlar arası hem de kurumlarla kişiler arası gerçekleştirilebilen işlemlerdir. Bu işlemler taraflar arasında mal ve hizmet satışı/alışı şeklinde gerçekleşebileceği gibi, borç alışverişi gibi farklı şekillerde de gerçekleşebilmektedir. Gerçekleşen bu tür işlemlerin muhasebe/finansal raporlama standartları uyarınca finansal raporların gerçeğe uygun olması bakımından açıklanması gerekmektedir. Açıklanan ilişkili taraf işlemleri nedeniyle firmanın değerinde olumlu ya da olumsuz etkilenme ihtimalinin olabileceği ifade edilebilir.

Bu araştırmanın amacı ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini etkileyip etkilemediğini tespit etmektir. Bu anlamda firma değerini etkileyen diğer değişkenlerle birlikte ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini etkileyip etkilemediği BİST 100'de faaliyet gösteren 41 adet sanayi işletmesi üzerinde araştırılmıştır. Araştırma sonucunda ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini artırma kapsamında yer alan işletmeler bakımından etkilemediği tespit edilmiştir. Öte yandan piyasa değeri/defter değeri oranının ve öz sermaye karlılığının firma değerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiş, finansal kaldıracın firma değerinin negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Firma Değeri, İlişkili Taraf İşlemleri, Finansal Oran.

JEL Kodları: M41, G32.

APA Stili Kaynak Gösterimi:

Varıcı, İ., Küçüktüfekçi, A. B. (2021). İlişkili Taraf İşlemlerinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'Da Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 14 (2), 641-664.

* Makalenin gönderim tarihi: 08.12.2020; Kabul tarihi: 03.02.2021, iThenticate benzerlik oranı %10

^a Samsun Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, idrisvarici@gmail.com
ORCID: [0000-0003-1825-0289](https://orcid.org/0000-0003-1825-0289).

^b Samsun Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, betulkucuktufekci7@gmail.com
ORCID: [0000-0002-8088-1455](https://orcid.org/0000-0002-8088-1455).

THE EFFECT OF RELATED PARTY TRANSACTIONS ON FIRM VALUE: AN APPLICATION IN BIST

ABSTRACT

Related party transactions are transactions that can be carried out both between institutions and individuals with institutions. These transactions may take place between the parties in the form sale/purchase of goods and services or also may take place in the form of debt exchange. Such transactions are required to be disclosed in accordance with the accounting/financial reporting standards in terms of the accuracy of the financial reports. It can be stated that the the firm value may be affected positively or negatively due to the related party transactions disclosed.

The purpose of the research is to determine whether the related party transactions affect or not the firm value. In this sense, it has been investigated on 41 industrial enterprises in BIST 100 whether the related party transactions with other variables that affect the firm value. As a result of this research, it has been determined that the related party transactions do not affect the firm value for 41 enterprises. On the other hand, it was determined that the market to book value ratio and return on equity ratio positively affect the firm value, and it was determined that the financial leverage has negative effect on the firm value.

Keywords: Firm Value, Related Party Transactions, Financial Ratio.

JEL Codes: M41, G32.

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Related party transactions are one of the main items that should be disclosed in financial reports. Because related party transactions affect the current and future profit / loss, asset and debt structure of the enterprises. On the other hand related party transactions were one of the major factors among the accounting scandals of companies such as Enron, WorldCom, Adelphia and Tyco in the USA. In other words, related party transactions can be used maliciously by business management. These scandals have led to increased interest in related party transactions and their impact on capital markets. However, it has been found that very little research has been investigated the impact of related party transactions on firm value. Besides, it is not available to any study in Turkey investigating the effect of related party transactions on firm value.

The purpose of this research is to analyze the effect of related party transactions on firm value based on 2019 data of manufacturing companies included in BIST 100. For this purpose, using multiple regression analysis was used. As a result of this research, it has been determined that related party transactions have no effect on the firm value. The financial leverage, the market value to book value and the return on equity are the variables that affect the firm value.

Literature on Research

Related party transactions and firm value have been researched separately, along with many other issues. There has been few studies about the relationship between related party transactions and firm value together. In Turkey it has been determined that there are no studies about the effects of related party transactions on firm values. Impact of related party transactions on firm value not previously investigated in Turkey has been researched. In this sense, this research is meaningful as it is the first research about impact of related party transactions on firm value. This research can fill the gap in the literature.

Method of The Research

The effect of the related party transactions on the firm value of the 41 companies was investigated by using regression analysis. The analysis was performed by means of SPSS 26 package program. Firstly, all variables are included in the analysis to reach the most significant model. Then the most insignificant variables were removed from the model. As a result of the tests, the most suitable model was selected for the study and used in the analysis. By determining the significance of the models as a whole, the research was concluded with multiple regression analysis. Tobin Q was used as dependent variable. On the other hand more than one ratio was used as independent variables.

Findings of The Research

In this research multiple regression was used for analysis the effect of related party transactions on firm value. As a result of this research, it has been determined that related party transactions have no effect on the firm value. On the other hand market value to book value ratio, return on equity affect firm value positively but leverage negatively affects firm value. There are international studies with similar results.

Conclusion

There has been few studies about the relationship between related party transactions and firm value together. In Turkey there are no studies about the effect of related party transactions on firm values. For this reason, in this study the effect of related party transactions on firm value has been researched. But it has been determined that related party transactions do not affect the firm value for 41 manufacturing companies that researched. For future studies this subject can be researched with data for more than one year and more companies.

1. GİRİŞ

İlişkili taraf işlemleri işletmenin mevcut ve gelecek dönemlere ilişkin kar/zarar durumunu, varlık ve borç yapısını etkilemesi bakımından finansal raporlarda açıklanması gereken unsurların başında gelmektedir. Çünkü birçok ilişkili taraf işlemleri işletmelerin olağan faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilmektedir. Bunun yanında özellikle farklı zaman dilimlerinde şirketlerin kar rakamlarını farklılaştıracak ilişkili taraf işlemlerinin ortaya çıkması da gayet mümkündür. Bu açıdan ilişkili taraf işlemlerinin işletmenin çıkar grupları tarafından bilinmesinde fayda görülmektedir. Nitekim ilişkili taraf işlemleriyle ilgili ülkelerin düzenlemeleri ile birlikte Türkiye’de de muhasebe ve denetim standartları yayınlanmıştır.

ABD'deki Enron, WorldCom, Adelphia ve Tyco gibi firmaların yapmış olduğu muhasebe skandalları arasında ilişkili taraf işlemlerinin büyük bir sorun olduğu ortaya çıkmıştır. Teoride ilgili işlemlerin normal şartlarda gerçekleştirildiği ifade edilmesine rağmen uygulamada ilgili işletmelerin üst düzey yöneticilerine fayda sağladığı tespit edilmiştir. Bu skandallar, ilişkili taraf işlemleri çalışmalarına ve bunların sermaye piyasaları üzerindeki etkisine olan ilginin artmasına neden olmuştur. Ancak ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgili çok az sayıda araştırmanın yapıldığı anlaşılmıştır (Bona-Sánchez ve diğerleri, 2017:4). Ek olarak, yapılan literatür incelemesi kapsamında Türkiye örneğinde konunun incelenmediği görülmüştür. Bu nedenle çalışmanın ilgili literatüre katkı sağlayacağı değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisi BIST 100’de bulunan 41 adet Sanayi işletmeleri üzerinde araştırılmıştır. Bu araştırma sonucunda ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Firma değerine etki eden değişkenlerin işletmenin finansal kaldıraç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve öz sermaye karlılığı olduğu görülmüştür.

2. İLİŞKİLİ TARAF VE İLİŞKİLİ TARAF İŞLEMLERİ

İlişkili taraf raporlama yapan işletmenin ilişkili olduğu kişi veya kuruluştur. Diğer bir ifadeyle ilişkili taraf hem kişiler bağlamında hem de kurumlar bağlamında ön plana çıkmaktadır.

Türkiye Muhasebe Standartları 24’te ilişkili taraflar tanımlanmıştır. Buna göre ilişkili taraflar kişi olarak ilişkili taraf ve kurum olarak ilişkili taraflar olmak üzere iki bağlamda ele alınmıştır. Bir kişi ve yakın ailesinin bir üyesi; (a) Raporlayan işletme üzerinde kontrol veya müşterek kontrol gücüne sahip olması durumunda, (b) Raporlayan işletme üzerinde önemli etkiye sahip olması durumunda, (c) 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).

Diğer taraftan kurum olarak ilişkili taraflar da açıklanmıştır. Buna göre aşağıdaki koşullardan herhangi birinin mevcut olması halinde işletme raporlayan işletme ile ilişkili sayılır (TMS 24, mad.9-b):

- i. İşletme ve raporlayan işletmenin aynı grubun üyesi olması halinde (yani her bir ana ortaklık, bağlı ortaklık ve diğer bağlı ortaklık diğerleri ile ilişkilidir).
- ii. İşletmenin, diğer işletmenin (veya diğer işletmenin de üyesi olduğu bir grubun üyesinin) iştiraki ya da iş ortaklığı olması halinde.
- iii. Her iki işletmenin de aynı bir üçüncü tarafın iş ortaklığı olması halinde.
- iv. İşletmelerden birinin üçüncü bir işletmenin iş ortaklığı olması ve diğer işletmenin söz konusu üçüncü işletmenin iştiraki olması halinde.
- v. İşletmenin, raporlayan işletmenin ya da raporlayan işletmeyle ilişkili olan bir işletmenin çalışanlarına ilişkin olarak işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda plânlarının olması halinde. Raporlayan işletmenin kendisinin böyle bir plânının olması halinde, sponsor olan işverenler de raporlayan işletme ile ilişkilidir.
- vi. İşletmenin (a) maddesinde tanımlanan bir kişi tarafından kontrol veya müştereken kontrol edilmesi halinde.
- vii. (a) maddesinin (i) bendinde tanımlanan bir kişinin işletme üzerinde önemli etkisinin bulunması veya söz konusu işletmenin (ya da bu işletmenin ana ortaklığının) kilit yönetici personelinin bir üyesi olması halinde.
- viii. İşletmenin veya onun bir parçası olduğu grubun başka bir üyesinin, raporlayan işletmeye veya raporlayan işletmenin ana ortaklığına kilit yönetici personel hizmetleri sunması halinde.

Uluslararası Muhasebe Standartları 24'e göre ilişkili taraf işlemleri bir bedel tahsil edilip edilmediğine bakılmaksızın ilişkili taraflar arasında kaynakların, hizmetlerin veya yükümlülüklerin transferidir (IAS,24,9). Bu transferler mal ve hizmet alış/satışı, diğer varlıkların alış/satışı, finansal kiralamar, finansman kaynakları bağlamında transferler, işletme adına veya işletme tarafından başka taraf adına borçların ödenmesi gibi işlemleri kapsamaktadır.

Finansal raporlarda yer alan ilişkili taraf borçları veya ilişkili taraflardan alacaklar satış veya satın alma işlemi sonucu ortaya çıkmaktadır. Borç ve alacak tutarlarının ortaya çıkmasına sebep olan mali işlemler bir işletmenin

karı hesaplanırken etki edecek unsurlardandır. Çünkü varlık artışı veya borç azalışı özkaynak artışına, varlık azalışı veya borç artışı özkaynak azalışına sebep olmaktadır. Bu nedenle işletmelerin firma değerine direkt etki edebilecek unsurların içinde yer alan kar kavramının işletmenin ilişkili taraf işlemleri nedeniyle oluşan tutarlardan direkt etkilenmesi kuvvetle muhtemeldir.

İlişkili taraflardan kredili olarak satın alma işlemleri, işletmenin finansal raporlarında bir ticari borç hesabı oluşturmaktadır. İlişkili bir taraftan alım yapıldığında, alım fiyatı bu tarafların menfaatlerine göre düzenlenebilmektedir. Bu nedenle bir şirket daha düşük bir satın alma fiyatı uygulamaya karar verdiğinde, şirketin sahip olduğu borç da azalmakta ve satılan malın maliyeti düşmekte, buna bağlı olarak kar artmaktadır (Suryani, Atikah ve Putri, 2019:67).

İşletme sermayesi üzerinde kontrol sahibi olan hissedarlar ilişkili taraf işlemleri yoluyla bir işletmenin kaynaklarını rahat bir şekilde yönlendirebilmektedirler. Bu nedenle azınlık durumda olan hissedarlar bu işlemlere tepki olarak işletmenin hisse değerini azaltacak şekilde işletmenin değerinde bir azalmaya sebep olabilecek eylemlere başvurabilirler (Nekhili ve Cherif, 2011:294).

Öte yandan ilişkili taraf işlemlerinin işlevi ile ilgili iki farklı bakış açısı bulunmaktadır. Bunlardan biri ilişkili taraf işlemlerini bir fırsat kabul eden görüştür. Bu görüşe göre işletmenin içerisinde bulunan kişilerin hissedarların menfaatlerine rağmen kendi menfaatlerini maksimize etme düşüncesi ile ilişkili taraf işlemlerini kullanma içinde olduklarıdır. İkinci görüş ise daha çok işletmenin toptan menfaatine dayalı ilişkili taraf işlemlerinin gerçekleştirilebileceğine yöneliktir. Bu görüşe göre işletmeler ilişkili taraflarla daha kolay müzakere etme imkanına sahip olduğundan maliyetlerin düşürülmesi ve risk paylaşımı ile stratejik ortaklıklar elde etme imkanına sahip olmaktadır (Hendratama ve Barokah, 2020:224). Bu kapsamda ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olması beklenebilir.

3. FİRMA DEĞERİ

Bir şirketin değeri şirket satıldığında muhtemel yatırımcıların şirkete ödeme yapmayı istedikleri değerdir. Bu anlamda bir şirketin artan değeri yatırımcıların işletmeyi görmek istedikleri başarı düzeyini göstermektedir (Pradipta ve Susanto, 2019:2). Firma değerini ölçebilmek için farklı oranlar kullanılabilir. Bu çalışmada firma değeri ölçümü için Tobin Q oranı tercih edilmiştir. Tobin Q özkaynakların piyasa değeri ve borçların defter değeri toplamının varlıkların defter değerine bölünmesi suretiyle tespit edilmektedir (Downs ve diğerleri, 2016:417, Silva, da Silva ve Chan,

2019:691, Batten ve Vo,2019:369, Bona-Sanchez, Fernández-Senra ve Pérez-Alemán,2017:8, Lin ve Chang, 2011:117).

Yapılan birtakım çalışmalar işletmenin karşı karşıya olduğu riskli işlemlerin firma değerini etkilediği sonucunu ortaya çıkarmıştır (Silva, da Silva ve Chan, 2019:687). Bu anlamda ilişkili taraf işlemlerinin işletmenin firma değerini düşürebilecek riskli işlemler içinde olduğu ifade edilen çalışmalar bulunmaktadır (Rasheed P C, Mallikarjunappa ve Thomachan, 2019:206). Ancak ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini pozitif etkilediğini ifade eden çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin Wanga, Cho ve Lin (2019) ilişkili taraf işlemlerinin firma performansını artırdığını ifade etmişlerdir. Bu araştırmada ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini olumlu veya olumsuz yönde etkileyip etkilemediği araştırılmıştır.

4. LİTERATÜR TARAMASI

İlişkili taraf işlemleri ve firma değeri ayrı ayrı başlıklarda birçok konu ile birlikte akademik araştırma konusu oluşturmakla birlikte ilişkili taraf işlemleri ve firma değeri arasındaki ilişkiyi birlikte inceleyen çalışma sayısı azdır. Türkiye’de ise bu anlamda herhangi bir çalışmanın yapılmadığı tespit edilmiştir.

Nekhili ve Cherif (2011) ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmış ve incelenen şirketlerin sahiplik ve yönetim özelliklerini tespit etmeye çalışmışlardır. Bu araştırma Paris Menkul Kıymetler Borsasında 2002-2005 yıllarında faaliyet gösteren 85 firma üzerinde yapılmıştır. Araştırmada 3SLS Simültane model kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda ilişkili taraf işlemlerinin ana hissedarların sahip olduğu oy oranlarından, yönetim kurulu büyüklüğünden, denetim komitesi ve yönetim kurulunun bağımsızlık derecesinden, dış denetçi seçiminden ve borç oranından etkilendiğini tespit etmişlerdir. Genel olarak yüksek hisse oranına sahip olan ortaklarla ve yöneticilerle yapılan işlemlerin firma değeri üzerinde olumsuz etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Downs ve diğerleri (2016) yaptıkları çalışmada ilişkili taraf işlemlerinin işletmenin azınlık hisse sahipleri için nasıl değer artıracığına yönelik kanıtları araştırmışlardır. Bu araştırmada literatürde ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini olumlu veya olumsuz etkilediğinin net bir şekilde ifade edilmediği tespit edilmiştir. Asya’daki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (GYO) 2003-2010 yılları arasında varlıklarının %5,4’ü oranında ilişkili taraf işlemleri gerçekleştirdiği tespit edilmiştir. Bu oranın ABD’deki sanayi işletmeleri için %2,8 olduğunu ifade etmişlerdir. Araştırmacıların kendi çalışmalarında ise GYO’ların varlık edinimi %57,4, ilişkili taraflardan elde edilen gelirin %22,2 ve ilişkili taraflara ödenen ücretlerin ise %14,8 olduğunu tespit etmişlerdir. İlgili çalışmada çok değişkenli regresyon analizi

kullanılmış, sonuçta ilişkili taraf işlemlerinin azınlık hissedarların servetlerine katkıda bulunmadıklarını tespit etmişlerdir.

Bona-Sanchez, Fernández-Senra ve Pérez-Alemán (2017) İspanya’da incelenen dönem boyunca işletmelerin yarısından fazlasının ilişkili taraf işlemleri gerçekleştirdiğini, bu ilişkili taraf işlemlerinin %99,84’ünün hisse sahibi olanlarla gerçekleştirdiğini ve ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini olumsuz etkilediğini ortaya koymuşlardır. Regresyon ve panel veri yöntemleri ile analiz gerçekleştirilmiştir.

Gelişmekte olan bir piyasa olarak Birleşik Arap Emirlikleri’nde 2008-2012 dönemini kapsayacak şekilde yapılan çalışmada (Elkelish 2017:173) ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Borsada işlem gören bütün firmalar üzerinde yapılan çalışmada regresyon analizi uygulanmış ve ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde en çok olumsuz etkileyen uygulama olduğu tespit edilmiştir.

Wang, Cho ve Lin (2019) iş ilişkisi içinde bulunan işletmelerin ilişkili taraf işlemleri ile firma performansını artırıp artırmadığını araştırmışlar, ilişkili taraf işlemlerinin firma performansını artırdığını ifade etmişlerdir. Ancak iş ilişkisi içinde bulunmayan firmalar ile ilişkili taraf işlemlerinin (alım-satım) şirket performansını artırmadığını tespit etmişlerdir. Bu çalışma Tayvan borsasında 1996-2016 yılları arasında faaliyet gösteren 20.151 halka açık şirket üzerinde yapılmış, regresyon analizi ile sonuçlar ortaya çıkarılmıştır.

Suryani, Atikah ve Putri (2019) yaptıkları çalışmada ilişkili taraf işlemlerinin yönetimin fırsatçı bir davranışı yoluyla firma performansını artırıp artırmadığı araştırılmıştır. 2015-2018 yıllarında Endonezya borsasında faaliyet gösteren 34 firma üzerinde gerçekleştirilen çalışmada ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Supatmi ve diğerleri (2019) yaptıkları çalışmada ilişkili taraf işlemlerinin bankaların performansı üzerindeki etkisi incelenmiş, 2013-2016 yılları arasındaki 40 Endonezya bankası üzerinde çalışma sonuçlandırılmıştır. Panel veri regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada ilişkili taraf alacaklarının bankanın karlılığına pozitif etkisinin olduğu, ancak yüksek işletme maliyetlerine ve tahsili gecikmiş kredi riskine sebep olduğu ortaya konulmuştur.

Tripathi, Syamala ve Wadhwa (2020) yaptıkları çalışmada farklı ilişkili taraf işlemlerinin firma performansı üzerindeki etkisini Hindistan bağlamında incelemişlerdir. 2003-2016 yılları arasında işlem gören 9.140 firma üzerinde panel regresyon analizi ile yapılan çalışmada, farklı ilişkili taraf işlemlerinin firma performansı üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkilerinin olduğu saptanmıştır.

Hendratama ve Barokah (2020) Endonezya’da 274 firma üzerinde yaptıkları araştırmada ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde olumsuz etkisi olduğunu, bu olumsuz etkinin kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması suretiyle azaltılabileceğini tespit etmişlerdir. Ayrıca kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması ne kadar iyi ise ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki olumsuz etkisinin aynı ölçüde azaldığını tespit etmişlerdir. Regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada ilişkili taraf borçlarının firma değeri üzerinde pozitif bir etkisinin olmadığı raporlanmıştır.

5.ARAŞTIRMA

5.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

İşletmelerin bütün faaliyetlerinde olduğu gibi ilişkili taraf işlemlerinin de işletme mali yapısı, faaliyet sonuçları, varlık yapısı, borç yapısı gibi unsurları üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu nedenle işletmelerin çıkar gruplarının kararlarına etki edecek düzeyde ilişkili taraf işlemlerinin incelenmesi önem arz etmektedir.

Öte yandan işletmelerin faaliyetlerinin şeffaf bir şekilde raporlanması yatırımcı güveni açısından önem arz etmektedir. Bilginin açıklanması ile dış paydaşların güvenini geliştirerek ve ihtiyaç duyulan bilginin karşılanması suretiyle bilgi asimetrisi de azaltılmaktadır (Hendratama ve Barokah, 2020:223). İlişkili taraf işlemleri işletmelerin şeffaflık konusunda önemle durması gereken konuların başında gelmektedir. Çünkü ilişkili taraf işlemleri suretiyle yatırımcıların kararları olumlu veya olumsuz etkilenebilecektir. Olumsuz karar alınmasına sebep olabilecek işlemlerin varlığı usulsüz gerçekleştirilebilecek bir eylemin göstergesi olabilmektedir. İlişkili taraf işlemlerinin tespiti, kolayca tanımlanmasının mümkün olmaması, yapılan açıklamalara güven duyulması ve ilişkili taraf işlemleri ile ilgili iç kontrol mekanizmasının işleyişinin zor olması nedenleriyle çoğu zamanlarda mümkün olamamaktadır (Dinç ve Varıcı, 2012:77).

Öte yandan halka açık olan firmalarda sermayeyi kontrol eden hisse sahipleri işletmenin kaynaklarını rahat bir şekilde yönlendirebilme imkanına sahiptirler. Buna karşılık azınlık hisseye sahip olan taraflar bu işlemlere bir tepki olarak şirketin değerinde bir azalmaya sebep olabilecek düşünceye sahip olma eğiliminde olabilirler. Dolayısıyla şirketin değerinde azalmalara sebep olabilme ihtimali ortaya çıkmaktadır (Nekhili ve Cherif, 2011: 294). Bu anlamda ilişkili taraf işlemleri şirketin firma değerini etkileyebilmektedir. Özellikle sık gerçekleştirilen ilişkili taraf işlemleri şirketin piyasa değerlerinde olumsuz etkilere sebep olabileceği ifade edilmektedir (Nekhili ve Cherif,2011:291).

Bu araştırmanın amacı işletmelerin şeffaf bir şekilde açıkladığı ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmaktır. İlişkili taraf

işlemleri faaliyetleri araştırmada işletmelerin finansal raporlarından yola çıkılarak 4 kategoride incelenmiştir. Bunlar ilişkili taraflardan alacaklar, ilişkili taraflara borçlar, ilişkili taraflardan mal ve hizmet alışı ve ilişkili taraflara yapılan mal ve hizmet satışı şeklindedir. Bahse konu tespit kapsamının oluşturulmasında literatürdeki çalışmalar (Cheung ve diğerleri, 2009:377, Hendratama ve Barokah, 2020:227) esas alınmıştır.

5.2. Araştırmanın Metodolojisi

5.2.1. Örnekleme Süreci

Araştırmanın evreni Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren işletmelerdir. Bu işletmeler içinden tesadüfi olmayan örnekleme metodundan olan keyfi örnekleme yöntemi ile BİST 100’de işlem gören 41 adet üretim işletmesi tercih edilmiştir. Bu işletmelerin seçiminde işletmelerin halka açık olmaları, ilişkili taraf işlemlerinin diğer işletmelere nazaran daha şeffaf bir şekilde açıklayacakları düşüncesi, denetimden geçmiş finansal raporlarının yer alması gibi unsurlar etkili olmuştur.

5.2.2. Veri Toplama Yöntemi

Bu çalışmadaki veriler, BİST 100’de işlem gören imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 41 işletmenin her birinin Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yer alan 2019 yılı finansal raporları ve eklerinden elde edilmiştir. Özellikle ilişkili taraf işlemlerinin tespitinde ilişkili taraf işlemleri ile ilgili dipnotlardan fazlaca faydalanılmıştır.

5.2.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma için uygun görülen 41 işletmenin ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisi regresyon analizi yöntemiyle tespit edilmeye çalışılmıştır. SPSS 26 paket programı kullanılarak yapılan analizde en anlamlı modele ulaşmak için önce bütün değişkenler analize dahil edilmiş, daha sonra en anlamsız olanlar modelden çıkarılmıştır. Yapılan denemeler sonucu çalışmaya en uygun model seçilerek analizde kullanılmıştır. Çoklu regresyon analizi sonucu elde edilen modellerin bir bütün olarak anlamlılığı da tespit edilerek analiz sonuçlarına ulaşılmıştır.

5.2.4. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Firma değerine etki eden faktörler literatürde yeterince incelenmiştir. İlgili faktörler niceliksel hale dönüştürülmüş ve çalışmalarda kullanılmıştır. Ancak yerli literatürde firma değerine etki eden faktörlerin incelenmesine rağmen az sayıda çalışma olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan yerli literatürde firma değerine etki eden faktörler arasında ilişkili taraf işlemlerinin dahil olduğu değişkenlerle ilgili çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır. Bu nedenle bu çalışmadan daha önce literatürde kullanılan değişkenlerden yola çıkarak firma değerine etki eden faktörler ilişkili taraf

işlemlerinin dahil edilmesiyle incelenmiştir. Bu değişkenler kısaca açıklanmıştır.

Firma Değeri (Bağımlı Değişken): Firma değeri bir firmanın piyasa değeri dikkate alınarak gerçek değerini ölçmek için kullanılan bir kavramdır. Firma değerini ölçmek için kullanılan birçok formasyon olsa da genellikle Tobin Q oranı kullanılmaktadır (Marsha ve Murtaqi,2017:217, Lin ve Chang, 2011:117, Ni ve diğerleri, 2019:283). Çünkü bu oran piyasa temelli bir orandır. Bu çalışmada da Tobin Q firma değerini ifade eden bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri: Bu oran yatırımcıların şirkete verdiği değeri gösterir ve oranın yüksek çıkması yatırımcıların şirket hakkındaki memnuniyetini gösterir (Asiri ve Hameed,2014:1). İlgili oran işletmenin piyasa değerinin defter değerinin kaç katı olduğunu ifade eden bir orandır. İşletmenin hisse senetlerinin fiyatları ile de ilişkilidir.

Hisse Başına Kar: İşletmelerdeki karlılık artışı işletmenin karlılık rasyolarını etkileyerek öz kaynak karlılığını artıracaktır. Karlılık artışı bir süre sonra nakit girişine sebep olacağından yatırımcının bu işletme ile ilgili talebini artıracaktır. Bu durum yatırımcı açısından karlılık artışı yoluyla hisse başına kar rakamının artmasına sebep olacaktır (Özçelik ve Küçükçakal, 2019: 266). Hisse başına kar artışı yatırımcının iştahını artıracığından talep artışı nedeniyle firma değerinde artışa neden olacaktır.

Finansal Kaldıraç: Toplam Borç/Toplam Varlık rasyosu firma değeri üzerinde etkisi araştırılan bir başka orandır. Modern dinamik sermaye yapısı modeli işletmelerin hedefledikleri borç oranına ulaştıklarında ödenmemiş borç seviyelerini düzenlemek için firma değerini değiştirmeye yöneldiklerini iddia etmektedir. Yine sermaye yapısı takas teorilerine göre finansal kaldıraç oranı arttığında faizden dolayı vergi kalkını etkisi ortaya çıkmakta, ancak kaldıraçın firma değeri üzerindeki olumlu etkisini dengelemek için kaldıraçla ilgili maliyetlerin de arttığını ifade etmektedir. Bu nedenlerle firma değeri ile finansal kaldıraç oranı arasında bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım genelde finansal kaldıraçın firma değerini etkilemesi yönündedir (Lin ve Chang, 2011: 119-122). Öte yandan işletmelerin yüksek kaldıraç değerinin hisse senetleri fiyatına olumsuz etki etmesinin beklendiği ifade eden çalışmalar da mevcuttur (Cai ve Zang, 2011:392).

Varlık Devir Hızı: Varlık devir hızı da firma değerini etkilemektedir (Ni ve diğerleri,2019:284). Varlık devir hızı işletmenin satışlarının ortalama varlık toplamına bölünmesi suretiyle bulunup işletmenin varlıklarını ne derece etkin kullandığını gösteren bir orandır. Oranın yükselmesi varlıkların verimli kullanıldığını ifade etmektedir. Varlıkların etkinliği sağlanırken az varlık yapısı ile yüksek verimlilik elde etmek önemlidir. Varlıkların verimli kullanımı ile şirketlerin performansı artacak ve işletmenin borsadaki

değerini artıracaktır (Dayı ve Ulusoy, 2020:494-498). Varlıkların verimli kullanımı ile elde edilen karlılık işletmelerin firma değerlerini olumlu etkileyecektir.

Cari Oran: Firma değerini etkileyen faktörlerde kullanılan değişkenlerden bir diğeri dönen (cari) varlık/kısa vadeli yabancı kaynaklar oranını ifade eden cari orandır. Cari oranı nispeten yüksek olan firmalarda finansal riskin düşük olduğu kabul edilmektedir (Ni ve diğerleri, 2019:285). Likiditenin yüksekliğinin bir göstergesi olan cari oranın yüksekliği işletmelerin finansal anlamda en azından zor durumda olmadığını, bu nedenle finansal riskin düşüklüğü ile firma değerine olumlu etkide bulunacağı düşünülmektedir.

Stok Devir Hızı: Stok devir hızı da firma değerinin ölçümünde kullanılan bir başka değişkendir (Kurtaran ve diğerleri,2015:39, Dayı ve Ulusoy, 2020:495, Chowdhury ve Chowdhury, 2010:116). Stok devir hızı işletmenin stoklarının yılda kaç kez satışa sunulduğunu veya üretim işletmesi ise kullanıldığını ifade etmektedir. Bu oranın yüksekliği firmanın likidite sorununu ortadan kaldırmaya yaramakta ve bu çalışmada üretim işletmeleri kullanıldığı için yüksek olması işletmenin likit bir yapıya sahip olduğunu ve firma değerine olumlu katkıda bulunacağı beklenmektedir.

Fiyat/Kazanç Oranı: İşletmenin hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kar rakamına oranlanmasıyla bulunan oranın yüksekliği yatırımcının her bir liralık karına karşı ödemek istediği tutarı ifade etmektedir. Oranın yüksekliği işletmenin hisse senetlerinin yüksek değerde olduğunu ifade etmektedir (El-Fadıl, 2018:30). Hisse senedi fiyatlarının işletmenin nakit akışını etkilediği bilinmektedir. Bu nedenle hisse senedi alım satım kabiliyeti işletmelerin performansını ve değerini etkileyen bir durumu ifade etmektedir (Batten ve Vo,2019:367).

Öz Sermaye Devir Hızı: Şirketlerin öz sermayelerinin etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçen bir orandır. İşletmelerin firma değerini etkileyebilecek faktörlerden bir diğeri olarak öz sermaye devir hızının kullanıldığı bilinmektedir (Kurtaran ve diğerleri,2015:35).

Aktif Karlılığı (ROA): Bir işletmenin mevcut varlıkları ile ne kadar kar elde edildiğini ifade eden bir orandır. İşletmeye yatırım yapacaklara işletme yönetiminin varlıkları ne kadar etkin kullanıldığını gösteren bir orandır. Aktif karlılığı işletmelerin firma değerini pozitif yönde etkileyen değişkenler arasında ifade edilmektedir (Asiri ve Hameed, 2014:1, Silva, da Silva ve Chan, 2019:697).

Özsermaye Karlılığı (ROE): Yapılan çalışmalarda öz sermaye karlılığının firma değeri üzerinde olumlu etkisinin olduğu tespit edilmiştir (Asiri ve Hameed,2014:5). Öz sermaye karlılığı yatırılan her bir birim sermaye karşılığında ne kadar elde edildiğini ifade eden bir orandır. Bu oran yatırımcılar açısından önemli bir orandır.

İlişkili Taraf İşlemleri: İlişkili taraf işlemleri iki açıdan firma değerine etki edebilir. Birincisi işletmeler açısından ilişkili taraf işlemleri işletmelerin mülkiyet hakları ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasında kolaylık sağlayacağından bu tür uygulamaların maliyetlerinde avantaj sağlayabilmektedirler. Bu açıdan değerlendirme yapıldığında ilişkili taraf işlemleri yatırımcılara fayda sağlamakta ve firma değerine olumlu etki edebileceği düşünülmektedir. Diğer taraftan ilişkili taraf işlemlerinin işletmelere yatırımcıların aleyhine olacak birtakım fırsatlar sunabileceği, özellikle yıl sonlarına yakın bir zaman diliminde ilişkili taraf işlemleri vasıtasıyla gelir transferi gibi birtakım düzenlemelerin içine girilebileceği, bu durumun firma değerini olumsuz etkileyeceği düşüncesi literatürde mevcuttur (Bona-Sanchez, Fernández-Senra ve Pérez-Alemán, 2017:5). Literatür başlığı altında konuyla ilgili çalışmalar sıralanmış bu konudaki görüşler ifade edilmiştir. Bu çalışmada ilişkili taraf işlemleri altında ilişkili taraflardan alacaklar oranı, ilişkili taraflara borçlar oranı, ilişkili taraflardan alışlar oranı ve ilişkili taraflara satışlar oranı kullanılmıştır.

5.2.5. Araştırmanın Modeli

Araştırmanın modeli oluşturulurken firma performansını etkileyen değişkenlerin yanında ilişkili taraf işlemlerinin de firma performansını etkileyeceği düşüncesiyle 4 adet ilişkili taraf işlemi değişkeni modele eklenmiştir.

$$FD = \alpha + \beta_1 PD/DD_i + \beta_2 HBK_i + \beta_3 CO_i + \beta_4 SDH_i + \beta_5 FKO_i + \beta_6 ÖSDH_i + \beta_7 ROE_i + \beta_8 F/K_i + \beta_9 ROA_i + \beta_{10} VDH_i + \beta_{11} İTA_i + \beta_{12} İTB_i + \beta_{13} İTS_i + \beta_{14} İTAL_i + \varepsilon$$

i= Örnekleme bulunan 41 işletme,

Firma Değeri (FD)= Tobin Q - İşletmelerin (toplam borçlar + piyasa değeri) /aktif toplam olarak ölçülen firma performans değişkeni,

PD/DD= İşletmelerin piyasa değeri/defter değeri oranı ile ölçülen kazanç temelli değişken,

HBK= İşletmelerin net kâr/toplam hisse senedi sayısı oranı ile ölçülen kârlılık temelli değişken,

CO= İşletmelerin cari varlıklar/kısa vadeli borçlar oranı ile ölçülen likidite temelli değişken,

SDH(Stok Devir Hızı)= İşletmelerin satılan malın maliyeti/ortalama stok oranı ile ölçülen etkinlik temelli değişken,

FKO(Finansal Kaldıraç Oranı)= İşletmelerin toplam borç/toplam varlıklar oranı ile hesaplanan kaldıraç değişkeni,

ÖSDH (Özsermaye Devir Hızı)= İşletmelerin net satışları/ortalama öz sermaye,

ROE(Özsermaye Karlılığı)= İşletmelerin net kâr/öz sermaye oranı ile hesaplanan kazanç temelli değişken,

F/K Oranı= İşletmelerin hisse senedinin pazar fiyatı/ hisse başına kâr oranı ile ölçülen pazar değeri değişkeni,

ROA (Aktif Karlılığı)= İşletmelerin net kâr/ortalama aktif oranı ile ölçülen kârlılık değişkeni,

VDH(Varlık Devir Hızı)= İşletmelerin satışları/ ortalama toplam varlıkları oranı,

İTA (İlişkili taraflardan alacaklar): İlişkili taraflardan alacaklar/toplam alacaklar

İTB (İlişkili taraflara borçlar): İlişkili taraflara borçlar/toplam borç

İTS (İlişkili taraflara satışlar): İlişkili taraflara satışlar/toplam satışlar

İTAL (İlişkili taraflardan alışlar): İlişkili taraflardan alışlar/toplam alışlar

5.2.5. Araştırmanın Bulguları

5.2.5.1. Araştırmanın Frekans Sonuçları

Araştırmada kullanılan değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikler tablo 1’de yer almaktadır. Tablo 1 ortalamalar üzerinden değerlendirilmeye tabi tutulmuştur.

Tablo 1: Araştırmanın Tanımlayıcı İstatistikleri

Tanımlayıcı İstatistikler				
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PD/DD	0,50	17,00	2,83	2,79
TobinQ	0,68	3,71	1,62	0,73
HBK	0,01	5.166,93	281,88	972,10
SDH	1,59	30,26	6,45	5,39
ROE	0,01	0,55	0,17	0,12
Fin.Kal.Or	0,15	0,83	0,55	0,19
FK	0,07	438,17	23,91	67,15
İTA	0,00	0,98	0,24	0,27
İTS	0,00	0,92	0,20	0,28
İTAL	0,00	0,53	0,12	0,14
VDH	0,38	2,92	1,05	0,56
İTATOP	0	5.316.630.000	536.971.165,37	1.167.150.959,60
İBTOP	0	1.913.079.000	213.642.392,22	358.700.282,92
İTSTOP	153.319	34.028.920.000	2.486.663.935,56	6.518.744.559,39
İTALTOP	0	8.682.152.000	862.191.487,34	1.594.764.062,82
TOPLAM SATIŞ	367.150.171	89.600.776.000	9.365.080.548,27	15.785.357.930,29
TOPLAM ALIŞ	313.797.912	84.716.489.000	7.721.287.780,24	14.375.025.669,04
TOPLAM	65.717.564	9.567.388.000	1.567.033.225,41	2.127.224.970,56
TOPLAM BORÇ	26.843.546	17.871.583.000	1.685.213.072,02	3.123.698.307,91
TOPLAM AKTİF	548.930.694	55.511.558.000	9.973.683.119,24	13.382.792.637,23
PİYASA DEĞERİ	528.700.000	31.080.000.000	6.475.780.487,80	7.544.126.241,46

Tablo 1'den anlaşılabacağı üzere 41 adet işletmenin ortalama alışlarının 7.721.287.780,24,-TL olduğu, bu alışların ortalama olarak 536.971.165,37,-TL'lik kısmının ilişkili taraflardan yapıldığı anlaşılmaktadır. Bu tutarlar dikkate alındığında işletmelerin alışlarının ortalama %7'lik kısmının ilişkili taraflardan olduğu anlaşılmaktadır. Öte yandan ilişkili taraflara ortalama olarak 9.365.080.548,27,-TL satış gerçekleştirildiği, bu satışların ortalama olarak 2.486.663.935,56,-TL'lik kısmının ilişkili taraflara yapıldığı anlaşılmaktadır. Bu tutarlar dikkate alındığında ise işletmelerin satışlarının ortalama olarak %27'sinin ilişkili taraflara yapıldığı anlaşılmaktadır.

Alacak borç ilişkisi bağlamında tutarlar dikkate alındığında işletmelerin ortalama alacak tutarının 1.567.033.225,41,-TL olduğu, bu alacakların ortalama olarak 862.191.487,34,-TL'lik kısmının ilişkili taraflardan olduğu, bu tutarlar dikkate alındığında alacakların ortalama olarak %55'inin ilişkili taraflardan olduğu anlaşılmaktadır. Öte yandan işletmelerin ortalama borç tutarının 1.685.213.072,02,-TL olduğu, bu borçların ortalama olarak 213.642.392,22,-TL'lik kısmının ilişkili taraflara olduğu, bu tutarlar dikkate alındığında borçların ortalama olarak %13'ünün ilişkili taraflara olduğu anlaşılmaktadır.

Araştırma yapılan işletmelerin piyasa değerlerinin ortalama olarak toplam varlık değerlerinden daha düşük olduğu Tablo 1'den anlaşılmaktadır. Ortalama olarak toplam aktiflerin %16'sının alacaklardan oluştuğu, ilişkili taraflardan alacakların toplam aktifler içindeki payının ise %9 düzeyinde olduğu tespit edilmiştir.

Bu ilişkiler genel olarak değerlendirildiğinde genelde işletmelerin ilişkili taraflara yapılan satışların alışlardan daha fazla olduğu, ilişkili taraflardan alacakların da ilişkili taraflara borçlardan daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

5.2.5.2. Korelasyon Analizi Sonuçları

Korelasyon değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin olup olmadığını, şiddetini ve yönünü ölçen istatistiksel analiz tekniğidir. Bu açıdan ilişki pozitif ve negatif olabilmekte veya ilişki olmamaktadır. Korelasyon katsayısı +1 ile -1 arasında olup ilişkinin ölçüldüğü değişkenlerin katsayısı +1'e yaklaştığında ilişkinin pozitif ve güçlü olduğunu, değişkenlerin katsayısı -1'e yaklaştığında ise bu değişkenler arasında negatif yönlü ve güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Değişkenlerin katsayılarının 1'den uzaklaşması ise ilişkinin zayıfladığını ifade etmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlılığı ise olasılık(p) değerinin %5'ten küçük olması durumunda gerçekleşmektedir.

Tablo 2: Korelasyon Sonuçları

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	PD/DD Sig.	1	,50 ,756	-,67 ,678	-,033 ,839	,364 ,019	,302 ,055	-,046 ,777	,324 ,039	,149 ,353	,186 ,245	-,164 ,306	,052 ,745	,343 ,028	-,179 ,263
2	HBK Sig.		1	,465 ,002	-,078 ,626	,105 ,514	-,396 ,010	-,035 ,826	-,135 ,399	,397 ,010	,044 ,783	-,199 ,211	-,097 ,547	- ,147 ,359	-,082 ,610
3	Cari Oran Sig.			1	-,232 ,145	,069 ,670	-,756 ,000	-,087 ,591	-,299 ,057	,450 ,003	,041 ,800	-,141 ,378	-,061 ,705	- ,145 ,367	-,125 ,437
4	SDH Sig.				1	,065 ,688	,153 ,339	,190 ,234	,452 ,003	-,061 ,707	,566 ,000	,317 ,043	,191 ,232	,252 ,113	,321 ,040
5	ROE Sig.					1	,122 ,448	-,153 ,339	,243 ,125	,772 ,000	,239 ,133	,056 ,727	,139 ,386	,293 ,063	,106 ,508
6	Finansal Kal.Or. Sig.						1	,171 ,284	,583 ,000	-,427 ,005	,088 ,584	,073 ,651	,112 ,487	,198 ,215	,076 ,636
7	F/K Sig.							1	,387 ,012	-,162 ,311	,294 ,062	-,119 ,457	-,013 ,936	- ,006 ,972	-,110 ,493
8	ÖSDH Sig.								1	-,126 ,432	,819 ,000	-,105 ,515	,126 ,434	,336 ,032	-,036 ,824
9	ROA Sig.									1	,141 ,381	,006 ,970	,001 ,995	,055 ,731	,043 ,790
10	VDH Sig.										1	-,140 ,382	,061 ,704	,287 ,069	-,040 ,806
11	İTB Sig.											1	,258 ,103	,221 ,166	,775 ,000
12	İTA Sig.												1	,671 ,000	,266 ,092
13	İTS Sig.													1	,387 ,013
14	İTAL Sig.														1

Tablo 2'deki veriler incelendiğinde anlamlılık değeri %5'ten (0,05'ten) küçük olan değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu ifade edilebilir. Anlamlı olan ilişkiler kendi içinde yorumlandığında negatif negatif ve anlamlı korelasyon katsayısına sahip olan değişkenlerin birbiri ile ters yönlü bir ilişkiye, pozitif ve anlamlı korelasyon katsayısına sahip değişkenlerin ise birbiri ile pozitif bir ilişkiye sahip olduklarını göstermektedir.

Bu araştırmada firma değeri üzerinde bağımsız değişkenlerin etkisi araştırılmıştır. Bu nedenle bağımsız değişkenler arasında ilişki düzeyi yüksek olan değişkenlerin bulunması durumunda kurulacak olan modelde değişkenlerin bireysel etkisini belirlemek güç olacaktır. Bu nedenle aralarında yüksek korelasyon olan değişkenlerin eliminasyonuna gidilmiştir.

Korelasyon katsayılarının yüksek olması çoklu bağlantı problemine sebep olacaktır. Çoklu bağlantı problemi çoklu regresyon analizinde bağımlı değişkeni içine almayan, yalnızca bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyondan kaynaklanan bir yapıya sahiptir. Bu sebeple ortaya çıkan çoklu bağlantı sorunu çalışma kapsamında bazı önemli değişkenlerin istatistiksel olarak önemsiz olmasını sağlayabilmektedir (Shrestha, 2020:39). Değişkenler arasındaki korelasyon ne kadar büyükse, çoklu bağlantıdan dolayı varyanslar daha yüksek olacaktır. Değişkenler arasındaki ilişki mükemmele yaklaştıkça sonuç sonsuz varyansa doğru evrilmekte ve modelde değişkenlerin tek tek etkisini ayırtırmakta sorun yaşanmaktadır. Bu nedenle korelasyonlar yüksek olduğunda çoklu regresyon analizinde bir değişken devre dışı bırakılmaktadır. Bu şekilde çoklu bağlantı problemi önlenmektedir (Skousen, 2004:48,49, Varıcı, 2011, 236). Çoklu regresyon analizinde hangi orandaki ilişkilerin elimine edilmesi gerektiği farklı kaynaklarda farklı şekilde ifade edilmiştir. Yapılan çalışmaların bazılarında (Skousen,2004:49 ve Varıcı, 2011, 236) %70 ve üzeri ilişkilerin eliminasyonu ile çoklu bağlantı probleminin çözüldüğü ifade edilebilir.

Tablo 2 dikkate alındığında korelasyon katsayıları %70 ve üzeri olan, aynı zamanda %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı ilişki bulunan bağımsız değişkenler Cari Oran ile Finansal Kaldıraç Oranı (-0,756), ROA ve ROE (0,772), ÖSDH ve VDH (0,819), İTB ve İTAL (0,775) şeklindedir. Bu değişkenlerden sırayla Cari Oran, ROA, ÖSDH ve İTB regresyon analizine dahil edilmemiştir.

Öte yandan regresyon analizinde çoklu bağlantı probleminin bir diğer göstergesi ise VIF değerleridir. VIF değerleri 3 ve 3'ün üzerinde olan değişkenlerin de modelden çıkarılması modele katkı sağlayacaktır. Bu nedenle İTS değişkeninin VIF değeri 3,166 olduğundan model dışında bırakılmıştır. Bu nedenle modelin son halinde ilişkili taraf işlemleri ile ilgili İTA ve İTAL değişkeninin kaldığı ifade edilebilir.

5.2.5.3. Araştırmanın Modeline İlişkin Regresyon Sonuçları

Araştırmanın modelinin genel olarak uyumluluğu ilişki analizi ile test edilmektedir. Buna göre modelin anlamlı olabilmesi için anlamlılık değeri %5'in (0,05'in altında) altında olmalıdır.

Tablo 3: Regresyon Modelinin Anlamlılık Testi

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	16,220	9	1,802	10,488	,000 ^b
	Residual	5,327	31	,172		
	Total	21,546	40			
a. Bağımlı Değişken: TobinQ						
b. Tahminleyiciler: (Sabit), VDH, İTAL, HBK, PDDD, İTA, FK, ROE, Fin.Kal.Or., SDH						

Tablo 3'e bakıldığında anlamlılık değeri %5'in altında bulunduğundan modelin anlamlı (F:10,488, $p < 0,001$) olduğunu, modeldeki en az bir değişkenin bağımlı değişken üzerinde etkili olduğunu söylemek mümkündür. Hangi bağımsız değişkenlerin etkili olduğu tablo 4'teki regresyon sonuçlarında yer almaktadır.

Tablo 4: Regresyon Sonuçları

Enter Modeli	Standartlaştırılmış (β) Beta Katsayıları	t	Sig.	Collinearity Statistics	
				Tolerance	VIF
(Constant)		5,756	,000		
PD/DD	,660	6,225	,000	,709	1,411
HBK	,138	1,371	,180	,792	1,263
SDH	-,082	-,667	,510	,530	1,887
ROE	,284	2,754	,010	,748	1,338
Fin.Kal.Or	-,326	-3,017	,005	,682	1,466
FK	,033	,333	,741	,810	1,234
İTA	-,050	-,533	,598	,894	1,119
İTAL	-,063	-,598	,554	,729	1,371
VDH	,106	,861	,396	,525	1,905
R ² : 0,753 Düzeltilmiş (Adjusted) R ² : 0,681					

Modelin genel sonucuna bakıldığından birden fazla bağımsız değişkenin olması nedeniyle düzeltilmiş R² değerinin yorumlanması gerekir.

Düzeltilmiş R^2 değeri modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni %68 oranında açıkladığını ifade etmektedir. Yani regresyon analizine dahil edilen değişkenler firma değerinin %68'ini açıklama kapasitesine sahiptir.

$$\text{Firma Değeri (FD)} = 0,660 \text{ PD/DD} + 0,284 \text{ ROE} - 0,326 \text{Fin.Kal. Or.}$$

Tablodaki standartlaştırılmış beta (β) katsayıları bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkene olan etki katsayılarıdır. Katsayının pozitif veya negatif olması etkinin doğrusal veya ters olduğunu ifade etmektedir. β katsayısının pozitif değer alması durumunda ilgili değişkenin firma değerini olumlu yönde etkilediğini (artırdığını), negatif değer alması durumunda ilgili değişkenin firma değerini olumsuz (azalttığını) etkilediğini ifade etmektedir. Modelde anlamlı bulunan değişken katsayılarından “piyasa değeri/defter değeri” ve öz sermaye karlılığı (ROE) arttıkça firma değerinin arttığı, finansal kaldıraç derecesi azaldıkça firma değerinin arttığı söylenebilir. Firma değerine en fazla etki eden değişkenin “piyasa değeri/defter değeri” oranının olduğu ifade edilebilir. ***İlişkili taraf işlemlerinin firma değerini etkilemediği*** ortaya çıkmıştır.

Buna göre piyasa değeri/defter değeri oranı firma değerini olumlu ve anlamlı ($p < 0,001$), öz sermaye karlılığı firma değerini olumlu ve anlamlı ($p < 0,05$) ve finansal kaldıraç oranı firma değerini olumsuz ve anlamlı ($p < 0,01$) olarak yordamaktadır.

Cheung ve diğerleri (2009) öz kaynak kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı işletmelerin piyasa değerinin olumlu yönde etkilediğini ancak kaldıraç oranının firma değerini olumsuz etkilediğini ifade etmektedirler. Kaldıraç oranı arttıkça firma değerinin düştüğünü ifade etmişlerdir. Bu çalışmada da öz kaynak karlılığı ile piyasa değeri/defter değeri oranının firma değerini pozitif yönde etkilediği ancak kaldıraç oranının negatif yönde etkilediği tespiti yapılmıştır.

İşletmelerin piyasa değeri (PD/DD) firma değerini etkileyen bir diğer değişken olarak kullanılabilir (Ni ve diğerleri, 2019:282). Hisse senetlerinin piyasa fiyatları ile ilişkisi olan piyasa değeri/defter değeri oranının firma değerini pozitif bir şekilde etkilemesi beklenen bir sonuçtur. Çünkü bu oran yükseldikçe yatırımcıların işletme hakkındaki pozitif algısı artacağından firmaya olan potansiyel talebin artmasına sebep olacaktır. Bu durumun şirketin firma değerini pozitif yönde etkilemesi mümkündür.

Öz sermaye karlılığı yatırımcıların koyduğu her birim sermaye karşılığında ne kadar kar elde edeceğini ifade eder ve yatırımcılar açısından son derece önemlidir. İşletmenin karlılık oranları arttıkça bu oranın artacağı, dolayısıyla uzun vadeli yatırımlarda yatırımcıların kazançlı çıkacağı anlaşılmakta olup yatırımcılar yatırım yaptıkları veya yapacakları işletmenin finansal anlamda güçlü veya iyi yönetildiğini düşünerek firmaya değer katacakları beklenmektedir. Yapılan çalışmaların bazılarında (Asiri ve

Hameed,2014 ile Cheung ve diğerleri, 2009) da öz sermaye karlılığının firma değeri üzerinde olumlu etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Finansal kaldıraç oranının firma değerini olumsuz yönde etkilediği sonucu tespit edilmiştir. Kaldıraç oranı arttıkça riskten kaynaklanan dış borcun önemli kurum maliyetlerine neden olabileceği ifade edilebilir. Dolayısıyla borç finansmanı sınırsız kullanılmamalı ve belli bir tutardan sonra borç kullanımı firma değerine olumlu katkıda bulunmamaktadır (Cheng, Liu ve Chien,2010:2506). Lin ve Chang belli bir kaldıraç oranına kadar finansal kaldıraç oranının firmanın değerini pozitif yönde etkilediğini, ancak bunun için bir eşik sınırın olduğunu, bu sonucu Tayvan borsasında faaliyet gösteren 196 şirket üzerinde 13 yıllık verilerini analiz ederek tespit etmişlerdir (Lin ve Chang, 2011:117). İşletmelerin borç kaynak kullanması durumunda kullandığı borç kaynağın maliyetinin üzerinde kazanç sağlaması işletmelere borç kaynak kullanımının olumlu etki ettiği anlamına gelmektedir. Ancak işletmeler için optimal sermaye maliyetinden sonraki borç kullanımı işletmelerin lehine görünmemektedir. Yapılan çalışmalarda da bu anlamda iki şekilde sonuçlar üretilmiştir. Bunlardan biri yöneticiler firma değerini üst seviyeye çıkarmak için borç kullanımını akıllıca kullanılmalıdır. Öte yandan yatırımcılar ise yatırım kararı vermeden önce işletmelerin borç oranını dikkatli bir şekilde hesaba katmalıdırlar (Lin ve Chang, 2011:127). Bu nedenle borç genelde üçüncü taraf açısından olumlu algılanmamaktadır. Özellikle borçlardaki artış firmaya bakış açısını değiştirmekte, kredi verenler bile sağladığı sermayenin risk primini artırmaktadır. Çünkü oranın yüksekliği finansal riskin yüksek olduğunu göstermektedir. Cai ve Zang (2011) da kaldıraç oranında artış olan firmalara yatırımcılar potansiyel olarak daha az yatırım yapma eğiliminde olduğundan firma değerini olumsuz etkilemesi sonucuna ulaşmışlardır.

6. SONUÇ

İlişkili taraf işlemleri ve firma değeri konusundaki literatür incelendiğinde, ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisine dair bir fikir birliği olmadığı görülmektedir. Literatür kısmında belirtildiği üzere bazı çalışmalarda ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini pozitif etkilediği ifade edilmesine rağmen birtakım çalışmalarda da negatif etkilediği ifade edilmiştir. Öte yandan ilişkili taraf işlemleri birden çok şekilde gerçekleşebileceğinden bazı ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini pozitif etkileyebileceği, bazılarının da negatif yönde etki edebileceği ifade edilmiştir.

Teoride de aynı şekilde ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini iki yönde etkileyebileceği şeklinde iki görüşün bulunduğu ifade edilebilir. Bunlardan birincisi yukarıda ayrıntılı bir şekilde ifade edildiği üzere ilişkili taraflarla yapılan işlemlerin ve sözleşmelerin hızlı ve kolay olmasından kaynaklanan

avantaj nedeniyle firma değerini olumlu yönde etkileyeceği şeklindedir. İkinci görüşe göre ise ilişkili taraf işlemlerinin işletmelerin yöneticileri tarafından fırsatçı bir yaklaşımla kullanılabileceği ve birtakım düzensizliklerin içine girilebileceği düşüncesiyle firma değerini olumsuz bir şekilde etkileyecektir.

Bu nedenle her iki türden araştırma sonuçları ve teorik durum dikkate alınarak halka açık olmaları ve ilişkili taraf işlemlerini diğer işletmelere nazaran daha şeffaf açıklayacakları düşüncesiyle BIST 100'de işlem gören 41 adet üretim işletmesi keyfi örnekleme yöntemi ile seçilmiş, bu işletmeler üzerinde ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma SPSS 26 paket programı vasıtasıyla çoklu regresyon analizi kullanılarak yapılmış, araştırmada firma değerinin etkileyeceği düşüncesiyle birçok bağımsız değişken kullanılmıştır. Ancak çoklu bağlantı problemi nedeniyle değişkenler elimine edilerek araştırma modelinin nihai hali verilerek sonuçlar analiz edilmiştir.

Araştırma sonucunda **ilişkili taraf işlemlerinin firma değerini etkilemediği**, piyasa değeri/defter değeri oranının, öz sermaye karlılığının firma değerini pozitif yönde, finansal kaldıracın negatif yönde firma değerine etki ettiği tespit edilmiştir. İfade edilen bulguların literatürde daha önce yapılan çalışmalarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Bu araştırmanın sonucunun Türkiye'deki bütün işletmeler için genelleştirilemeyeceği, sadece çalışılan işletmeler için geçerli olacağı unutulmamalıdır. Bu araştırmada daha önce Türkiye örnekleminde incelenmediği değerlendirilen ilişkili taraf işlemlerinin firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu anlamda öncü olması bakımından çalışmanın ilgili literatüre anlamlı katkı sunması beklenmektedir. Ancak araştırmanın genişletilerek birkaç yıla yayılması veya daha fazla örnek ile çalışılması bundan sonraki çalışmalar için önerilebilir. Öte yandan ilişkili taraf işlemlerinin işletme faaliyetlerinin farklı boyutları ile de incelenmesinin faydalı sonuçlar üreteceği değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

- Asiri, B. K. & Hameed S. A. (2014). Financial Ratios and Firm's Value in the Bahrain Bourse, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1-10.
- Batten, J. & Vo X. V. (2019). Liquidity And Firm Value In An Emerging Market, *The Singapore Economic Review*, 64(2), 365–376.
- Bona-Sánchez, C., Fernández-Senra, C. L., Pérez-Alemán, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value, *BRQ Business Research Quarterly*, (20), 4-17.

- Cai, J. & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices, *Journal of Corporate Finance*, (17), 391–402.
- Cheng, Y. S., Liu, Y. P. & Chien, C. Y. (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., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R. & Stouraitis, A. (2009). Tunneling and Propping Up: An Analysis Of Related Party Transactions By Chinese Listed Companies, *Pacific-Basin Finance Journal*, (17), 372–393.
- Chowdhury, A. & Chowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh, *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Dayı, F., & Ulusoy, T. (2020). The Effect Of Operating Ratios On Firm Value: An Application In European Airlines, *International Journal of Eurasia Social Sciences*, 11(40), 493-518.
- Dinç, E. & Varıcı, İ. (2012). İlişkili Taraf İşlemlerinin İçeriği Ve Hileli Finansal Raporlamaya Etkisi: İMKB’de Faaliyet Gösteren İşletmeler Üzerine Bir Uygulama, *MÖDAV*, 2012/1, 67-86.
- Downs, D. H., Ooi, J. T. L., Wong, W. C., Ong, S. E. (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.
- EL-FADIL, M. A. (2018). Firma Değeri Tespiti ve Yönetimi: Örnek Bir Halka Arz Uygulaması, Yayınlanmamış Y.Lisans Tezi, Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Elkelish, W. W. (2017). IFRS Related Party Transactions Disclosure And Firm Valuation In The United Arab Emirates Emerging Market. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 173–189.
- Hendratama, T. D. & Barokah, Z. (2020). Related Party Transactions And Firm Value: The Moderating Role Of Corporate Social Responsibility Reporting, *China Journal Of Accounting Research*, (13), 223–236.
- <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias24>.
- https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS_24_2018.pdf.
- Kurtaran, A., Kurtaran, A. T., Kurtaran, Ç. M., Temizer, Z. (2015). Finansal Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi: BIST’te Bir Uygulama, *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 4(8), 35-45.
- Lin, F. L. & Chang, T. (2011). Does Debt Affect Firm Value In Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis, *Applied Economics*, (43), 117–128.

- Marsha, N. & Murtaqi, I. (2017). The Effect Of Financial Ratios On Firm Value In The Food And Beverage Sector Of The IDX, *Journal of Business And Management*, 6(2), 214-226.
- Nekhili, M. & Cherif, M. (2011). Related Parties Transactions And Firm's Market Value: The French Case , *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 291-315.
- Nia, Y., Huang, P., Chianga, P., Liao, Y. (2019). Cash Flow Statements And Firm Value: Evidence From Taiwan, *The Quarterly Review Of Economics and Finance*, (71), 280–290.
- Özçelik, H. & Küçükçakal, Z. (2019). BİST'de İşlem Gören Finansal Kiralama ve Faktoring Şirketlerinin Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi İle Analizi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (81), 249- 270.
- Pradipta, A. & Susanto, Y. K. (2019). Firm Value, Firm Size and Income Smoothing, *Journal of Finance and Banking Review*, 4(1), 01–07.
- Rasheed, P. C. A., Mallikarjunappa, T., Thomachan, K.T. (2019). Promoter Ownership, Related Party Transactions and Firm Performance: A Study Among Selected Companies in India, *FIIB Business Review*, 8(3), 205–217.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis, *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8(2), 39-42.
- Silva, J. R., Silva, A. F., and Chan, B. L. (2019). Enterprise Risk Management and Firm Value: Evidence from Brazil, *Emerging Markets Finance & Trade*, (55), 687–703.
- Skousen, C. J. (2004). *An Empirical Investigation of the Relevance and Predictive Ability of the SAS 99 Fraud Risk Faktors*, Doktor of Philosophy, Oklahoma State University, UMI Disertations Services.
- Supatmi, S. T., Saraswati, E., Purnomosidhi, B. (2019). The Effect Of Related Party Transactions On Firm Performance: The Moderating Role Of Political Connection In Indonesian Banking, *Business: Theory and Practice*, (20), 81–92.
- Suryani, A., Atikah, P. H. T. (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.
- Tripathi, N. N., Syamala, S. R. & Wadhwa, K. (2020). Do Different Types of Related Party Transactions Impact Firm Performance Differently? Evidence from Emerging Markets, *The IUP Journal of Corporate Governance*, 19(2), 44-57.
- Varıcı, İ. (2011). Hile Riski ve Denetçinin Sorumluluğu: Hile Riskinin Ölçülmesine Yönelik Bir Uygulama, *Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

Wanga, H.D., Cho, C. C., Lin, C. J. (2019). Related Party Transactions, Business Relatedness, And Firm Performance, *Journal Of Business Research*, (101), 411–425.