

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN TÜRKİYE'DE İMALAT
SANAYİİ ÜZERİNDE ARAŞTIRILMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşe ÖZTÜRK

HAZİRAN 2014

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN TÜRKİYE'DE İMALAT
SANAYİİ ÜZERİNDE ARAŞTIRILMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşe ÖZTÜRK

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

HAZİRAN 2014

TRABZON

ONAY

Ayşe ÖZTÜRK tarafından hazırlanan Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Türkiye’de İmalat Sanayii Üzerinde Araştırılması adlı bu çalışma 06.06.2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı /Finans Bilim Dalı’nda **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Hüseyin Dağlı (Danışman-Başkan)

Prof. Dr. Metin BERBER (Üye)

Öğr. Gör. Dr. Aykut KARAKAYA (Üye)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım... /... /.....

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Ayşe ÖZTÜRK

06/06/2014

ÖNSÖZ

Çalışmanın konusu Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Türkiye’de İmalat Sanayii Üzerinde Araştırılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda firmaların sermaye yapısı, sermaye yapısını etkileyen faktörler ve Finansman Hiyerarşisi teorisi ve Dengeleme teorisinden hangisinin imalat sektörü firmalarının sermaye yapısını açıkladığı ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Bu tez çalışmasının başından sonuna kadar emeğini, bilgisini ve tecrübesini esirgemeyen, tavsiye ve yönlendirmeleriyle bana yol gösteren saygıdeğer danışman hocam Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI’ya, üzerimde emeği olan başta Doç. Dr. İlker Murat AR, Yrd. Doç. Dr. Ahmet KURTARAN ve Öğr. Gör. Dr. Aykut KARAKAYA olmak üzere tüm İşletme Bölümü hocalarına, hiçbir zaman desteğini esirgemeyen aileme ve arkadaşlarıma teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Trabzon, Mayıs 2014

Ayşe ÖZTÜRK

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	VIII
ABSTRACT	IX
TABLolar LİSTESİ	X
GRAFİKLER LİSTESİ	XI
KISALTMALAR LİSTESİ	XII
GİRİŞ.....	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI UNSURLARI.....	3-24
1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
1.2. Sermaye Yapısı UNSURLARI	4
1.2.1. Özsermaye	5
1.2.1.1. Hisse Senetleri	7
1.2.1.1.1. Adi Hisse Senetleri	8
1.2.1.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	9
1.2.1.2. Otofinsman	10
1.2.2. Yabancı Kaynaklar	11
1.2.2.1. Ticari Krediler.....	14
1.2.2.2. Kısa Vadeli Banka Krediler	15
1.2.2.3. Finansman Bonosu.....	17
1.2.2.4. Faktöring	18
1.2.2.5. Kiralama Yoluyla Finansman	20
1.2.2.6. Forfaiting	21
1.2.2.7. Tahviller	22

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISI TEORİLERİ.....	25-61
2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri.....	26
2.1.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	26
2.1.2. Net Gelir Yaklaşımı	28
2.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	29
2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri	31
2.2.1. Modigliani-Miller Yaklaşımı	31
2.2.2. Vergi Yaklaşımı	35
2.2.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı.....	38
2.2.4. Dengeleme Teorisi	40
2.2.5. Sinyal Teorisi	44
2.2.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	46
2.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi.....	49
2.3. Sermaye Yapısıyla İlgili Literatür Taraması	50
2.3.1. Sermaye Yapısıyla İlgili Diğer Ülkelerde Yapılan Çalışmalar	50
2.3.2. Firmaların Sermaye Yapısıyla İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN TÜRKİYE’DE İMALAT SANAYİİ ÜZERİNDE ARAŞTIRILMASI	62-85
3.1. Araştırmanın Amacı.....	62
3.2. Veri Seti ve Örneklem	62
3.3. Değişkenler	63
3.3.1. Sermaye Yapısını Tanımlayan Bağımlı Değişkenler	63
3.3.2. Sermaye Yapısını Açıklayan Bağımsız Değişkenler	64
3.4. Model ve Araştırma Yöntemi	71
3.5. Araştırmanın Bulguları	73
3.6. Bulguların Değerlendirilmesi	80

SONUÇ VE ÖNERİLER	86
YARARLANILAN KAYNAKLAR	91
EKLER	99
ÖZGEÇMİŞ	100

ÖZET

Finans literatüründe en çok tartışılan konulardan birisi sermaye yapısı kararlarıdır. Sermaye yapısı kararları üzerine birçok teori geliştirmiştir ve bu konuda birçok çalışma yapılmıştır. Ancak hangi teorinin sermaye yapısı kararlarını tam olarak açıkladığı konusunda bir fikir birliğine varılamamıştır.

Çalışmanın amacı sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin Türkiye’de imalat firmaları üzerinde araştırılması ve sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin imalat sektörü açısından ortaya konmasıdır. Bu amaç doğrultusunda Türkiye’de halka açık İmalat Sektörü firmalarının 2012 yılına ait yıllık verileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu konuda yapılmış çalışmalar incelenerek sermaye yapısı göstergeleri ve bunları etkileyen değişkenler seçilmiştir. Kurulan üç farklı modelle analiz gerçekleştirilmiştir. Karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, likidite düzeyi ve firma büyüklüğü analizin bağımsız değişkenleri ve kaldıraç oranları bağımlı değişkenler olarak belirlenmiştir.

Analiz sonucunda karlılık, firma büyüklüğü, varlık yapısı ve likidite düzeyi sermaye yapısını belirleyen firmaya özgü faktörler olarak tespit edilmiştir. Karlılık ve firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi pozitif, varlık yapısı ve likidite düzeyinin ise negatiftir. Karlılık ve firma büyüklüğüne ilişkin sonuçlar Dengeleme teorisi ile, varlık yapısı ve likidite düzeyine ilişkin sonuçlar Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumlu çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, İmalat Sektörü Firmaları, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, Dengeleme Teorisi.

ABSTRACT

One of the most controversial issues in the finance literature is capital structure decisions. Many theories have been developed and a lot of workings have been realized on this topic. However, it isn't clear which theory accurately explains capital structure decisions.

The purpose of this study is to analyze the impact of firm-specific determinants on the capital structure decisions of Turkish manufacturing firms and to determine which theory explains capital structure decisions of Turkish manufacturing firms. In accordance with this purpose, Turkish manufacturing firms' data from 2012 is analyzed within regression analysis. Dependent and independent variables are determined in the application abiding by the literature. Three models are generated by means of dependent and independent variables. Profitability, growth opportunities, non-debt tax shields, tangibility, liquidity and firm size are used as independent variables and leverage ratios are used as dependent variables.

The result of this study shows that profitability, tangibility, liquidity and firm size are determined as the firm-specific determinants. Profitability and firm size have a positive impact; tangibility and liquidity have a negative impact on the capital structure. The findings of profitability and firm size support Trade-Off theory while, the findings of tangibility and liquidity support Pecking Order theory.

Key Words: Capital Structure, Manufacturing Firms, Pecking Order Theory, Trade-Off Theory.

TABLULAR LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Bağımlı Değişkenler ve Analizdeki Simgeleri	63
2	Literatürde Kullanılan Karlılık Değişkenleri.....	65
3	Literatürde Kullanılan Büyüme Fırsatları Değişkenleri	66
4	Literatürde Kullanılan Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkenleri.....	67
5	Literatürde Kullanılan Varlık Yapısı Değişkenleri	68
6	Literatürde Kullanılan Likidite Değişkenleri	69
7	Literatürde Kullanılan Firma Büyüklüğü Değişkenleri.....	70
8	Bağımsız Değişkenler ve Analizdeki Simgeleri.....	70
9	Modelde Kullanılan Değişkenler ve Teorilerin Beklentileri	71
10	Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu	73
11	Korelasyon Matrisi	74
12	Model 1'e Ait Regresyon Analizi Sonuçları	75
13	Model 2'ye Ait Regresyon Analizi Sonuçları	78
14	Model 3'e Ait Regresyon Analizi Sonuçları	79
15	Analiz Sonuçları ve Sermaye Yapısı Teorilerinin Beklentileri.....	81
16	Analiz Sonuçlarının Türkiye'de Yapılan Benzer Çalışmalarla Karşılaştırılması.....	83

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	27
2	Net Gelir Yaklaşımı.....	29
3	Geleneksel Yaklaşım	31
4	Kurumlar Vergisinin Dahil Edildiği MM Yaklaşımına Göre Firma Değeri	36
5	Kurumlar Vergisi Dahil Edildiği MM Yaklaşımına Göre AOSM	37
6	Dengeleme Teorisine Göre Sermaye Maliyetinin Hareketi	42
7	Dengeleme Teorisine Göre Finansal Kaldıracın Piyasa Değeri Üzerine Etkisi.....	43

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Bileşik Devletleri
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	: Araştırma Geliştirme Giderleri
BDVK	: Borç Dışı Vergi Kalkanı
BİST	: Borsa İstanbul
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KVB/TA	: Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif
MM	: Modigliani-Miller
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TB/TA	: Toplam Borç / Toplam Aktif
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UVB/TA	: Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktif
vb.	: ve benzeri

GİRİŞ

Sermaye yapısı finans literatüründe en çok dikkat çeken ve tartışılan konulardan birisidir. Firmanın temel amacı piyasa değerini maksimum yapmaktır ve sermaye yapısındaki değişimin firmanın piyasa değeri üzerinde yapacağı etki önemlidir. Firmaların özsermaye ve borçlanma yoluyla sağlanan yabancı kaynak olmak üzere iki temel finansman kaynağı bulunmaktadır. Firmanın bilançosunun pasifini oluşturan kaynaklardan uzun vadeli kaynaklarının (özsermaye ve uzun vadeli borç) bileşimi sermaye yapısını oluşturmaktadır. Sermaye yapısındaki kaynakların bileşiminin değiştirilerek piyasa değerinin artırılıp artırılamayacağı finans literatüründe sıkça araştırılmıştır.

Sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmaların konusunu genellikle sermaye yapısı ile firma değeri ilişkisi, sermaye yapısını etkileyen faktörlerin araştırılması ve sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin test edilmesi oluşturmaktadır. Bu çalışmanın amacı da sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin imalat firmaları açısından ortaya konmasıdır. Bu amaç doğrultusunda sermaye yapısı ve sermaye yapısı unsurları, sermaye yapısı teorileri, Türkiye’de imalat firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörler ve Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorilerinden hangisinin imalat sektörü firmalarının sermaye yapısını açıkladığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda, çalışma üç bölüm olarak planlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle sermaye yapısı kavramı açıklanmıştır ve daha sonra sermaye yapısı unsurları hakkında bilgi verilmiştir. Birinci bölümün ilk kısmında sermaye yapısının tanımı ve sermaye yapısı kararlarının firma için niçin önemli olduğu açıklanmıştır. İkinci kısmında ise, firmanın sermaye yapısı unsurları özsermaye ve yabancı kaynak olmak üzere iki temel başlık altında işlenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde sermaye yapısı teorileri ve sermaye yapısı ile ilgili yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Sermaye yapısı teorileri Klasik Sermaye Yapısı Teorileri ve Modern Sermaye Yapısı Teorileri olmak üzere iki ana başlık altında

incelenmiştir. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri ampirik çalışmalara dayanmayan tanımsal savları içermektedir. Bu konudaki ilk ampirik çalışma MM tarafından 1958 yılında gerçekleştirilmiştir. Modern Sermaye Yapısı Teorileri MM tarafından gerçekleştirilen bu çalışma ile başlamıştır. Belirli varsayımlar altında sermaye yapısı ile firmanın piyasa değeri arasında bir ilişkinin olmadığını ileri süren MM, varsayımları nedeniyle eleştirilmiş ve bu eleştirilerden hareketle birçok teori ortaya çıkmıştır. Modern Sermaye Yapısı Teorileri olarak bilinen bu teoriler ve Klasik Sermaye Yapısı Teorileri açıklandıktan sonra, ikinci bölümün ikinci kısmında önce sermaye yapısı ile ilgili Türkiye dışında daha sonra Türkiye’de yapılan çalışmalar özetlenmiştir.

Çalışmanın üçüncü kısmında sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörler İmalat sektörü üzerinde test edilmiş, sonuçlar Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorilerinin beklentileri ile ve Türkiye’de yapılan benzer çalışmalarla karşılaştırılmıştır. Çalışmanın değişkenleri literatürle uyumlu olarak belirlenmiş ve değişkenlere ilişkin bu iki teorinin beklentileri açıklanmıştır. 183 imalat sektörü firmasının 2012 yılına ait verileri çoklu regresyon analizi ile test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar önce söz konusu iki teorinin beklentileri ile daha sonra da Türkiye’de yapılan benzer çalışmaların sonuçları ile karşılaştırılarak bu bölüm sonlandırılmıştır.

Son bölümde çalışmanın sonuç ve önerileri sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI UNSURLARI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Finans yöneticilerinin görevlerinden biri firmanın ihtiyaç duyduğu fon tutarının ve süresinin belirlenmesi, diğeri ise bu fon ihtiyacının hangi kaynaklardan karşılanacağını saptanmasıdır. Firmaların fon ihtiyaçlarının karşılandığı başlıca iki kaynak özsermaye ve yabancı kaynaktır. Yabancı kaynak veya borç, firma dışından borçlanma yoluyla sağlanan bir fon kaynağıdır. Yabancı kaynaklar vadelerine göre uzun, orta ve kısa vadeli borçlar olmak üzere sınıflandırılabilir. Ancak özsermaye firmanın bünyesinde oluşturulabileceği gibi (dağıtılmamış karlar, yedek akçeler vb. gibi) firma dışından (sermaye artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine pay senedi, katılma intifa senedi vb. gibi) da sağlanabilir (Akgüç, 1998: 481).

Finansal yapı, bir firmanın bilançosunun pasifinde yer alan tüm kalemlerin oluşumudur. Sermaye yapısı ise bir firmanın fon ihtiyacının karşılandığı uzun vadeli yabancı borçlar ile özsermayenin oluşturduğu yapıdır. Dolayısıyla finansal yapı firmanın finansman şekli ve bileşimini ortaya koyan bilançosunun pasif tarafı olup, sermaye yapısı ise uzun vadeli finansman kaynaklarının oluşturduğu bileşimi belirtmektedir (Türko, 2002: 489). Shim ve Siegel, sermaye yapısını firmanın finansmanında kullanılan uzun vadeli kaynakların (uzun vadeli borç ve özsermaye) bileşimi olarak tanımlamıştır (Shim ve Siegel, 1998: 307). Paramasivan ve Subramanian ise finansal yapıyı firmanın varlıklarının finansmanında kullandığı toplam kaynak, sermaye yapısını ise toplam kaynağın uzun vadeli kısmı olarak tanımlamıştır (Paramasivan ve Subramanian, 2008: 48).

Sermaye yapısı bir firmanın uzun vadeli finansman kaynakları arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Uzun vadeli borç ve özsermayesini temsil eden sürekli sermaye firmanın sermaye yapısını göstermektedir. Optimal sermaye yapısı kararı finansal yönetimin önemli

kararlarından biridir, çünkü bu karar firma değeriyle yakından ilgilidir (Paramasivan and Subramanian, 2008: 47).

Sermaye yapısı kararları firmalar için zor ve önemli kararlardandır ve firmaların optimal sermaye yapısı olan en uygun borç/özsermaye bileşiminin belirlenmesi ile ilgilidir (Kabakçı, 2007: 2). Sermaye yapısı kararlarının asıl amacı en uygun uzun vadeli fon bileşimi ile firmanın piyasa değerini maksimum yapmaktır (Shim and Siegel, 1998: 307). Firmanın hem risk hem de değerini etkileyen borç/öz sermaye yapısı oluşturulduktan sonra ikinci önemli konu bu kaynakların nasıl ve nerelerden temin edileceğinin belirlenmesidir. Firmanın değişik borç seçeneklerinin bulunması durumunda, borcun maliyeti göz önünde bulundurularak, borçlanma araçları (tahvil, uzun vadeli banka kredisi vb. gibi) ile firmaya borç veren alacaklılar arasında dikkatli bir seçim yapılmalıdır (Dağlı, 2009: 4).

1.2. Sermaye Yapısı Unsurları

Finansman kaynakları çeşitli faktöre göre sınıflandırılabilir. Örneğin vadelerine göre uzun vadeli kaynaklar ve kısa vadeli kaynaklar, sahipliğine göre özsermaye ve yabancı kaynak, kaynağına göre iç kaynaklar ve dış kaynaklar, finansman yöntemine göre menkul kıymet ihracı, dağıtılmayan karlar ve yabancı kaynak şeklinde sınıflandırılabilir (Paramasivan and Subramanian, 2008: 26-27). Bu çalışmada finansman kaynağının sahipliğine göre sınıflandırma dikkate alınmıştır. Söz konusu finansman kaynaklarından uzun vadeli finansman kaynakları (uzun vadeli borçlar ve özsermaye) sermaye yapısı unsurlarını oluşturmakta, kısa vadeli borçlar ise firmaların işletme sermayesi ihtiyaçlarının finansmanında kullanılmaktadır.

Firmalar finansman ihtiyacını temel olarak iki kaynaktan finanse etmektedir. Bu kaynaklar firmanın yükümlülüğünü gösteren yabancı kaynaklar ve hissedarların yatırımlardaki payını gösteren özsermayedir (Türko, 2002: 489).

Fon miktarı özsermaye ve borçlanma olmak üzere iki yolla artırılabilir. Bu en temel ayırım olup firmaların önünde bir dizi finansman seçeneği bulunmaktadır (Damodaran, 1999: 214). Ancak bu iki finansman türünün de firmaya bir maliyeti vardır ve bu iki

kaynağın maliyeti göz önünde bulundurarak optimal (en uygun) kaynak bileşimine ulaşılmaya çalışılır.

Firmaların iki temel finansman türü olan yabancı kaynak ve özsermaye kendi içinde daha ayrıntılı sınıflandırılmaktadır. Yabancı kaynak vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir. Öz sermaye ise hisse senedi (imtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi) ve oto finansman olarak sınıflandırılabilir (Türko, 2002: 489).

1.2.1. Özsermaye

Bir firmanın özsermayesi toplam kaynakların hissedarlara ait payını göstermektedir. Toplam kaynaktan yabancı kaynak tutarının çıkarılması ile hesaplanan özsermaye, hissedarların firmanın toplam varlıkları üzerindeki mülkiyet hakkını ifade etmektedir (Çabuk ve Lazol, 2010: 35).

Hissedarları tarafından kuruluş sırasında konan ve daha sonra hisse senedi ihracı ile sağlanan sermaye ile faaliyetleri sonucu elde ettiği kazançlarından alıkonan kısmının toplamı, o firmanın özsermaye tutarını ifade etmektedir. Bu kaynak uzun süreli ya da süresiz kaynaktır, çünkü firmanın faaliyetleri devam ettiği sürece firma emrine verilmiştir. Başta duran varlık yatırımları olmak üzere uzun süreli yatırımların finansmanında kullanılmaktadır (Özdemir, 1997: 386).

Özsermayeden sağlanan kaynağın miktarı ve bileşimi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişmektedir. Firmanın içinde bulunduğu endüstri firmanın kaynak bileşiminde büyük rol oynamaktadır. Ayrıca firmanın büyüklüğü, örgüt şekli, yöneticilerin davranışları, firma faaliyetlerinin gelişme düzeyi özsermayenin tutarını etkilemektedir. Para ve sermaye piyasalarının durumu özsermayenin tutarını etkileyen diğer faktörlerdendir (Ceylan, 1998: 153).

Özsermaye ile finansmanın bazı üstünlükleri bulunmaktadır. Bu üstünlükler şu şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998: 754-755) :

- Özsermayenin faiz gibi sabit bir ödeme yükümlülüğü yoktur. Firmanın kar etmesi durumunda, yetkili organların kararı ile kar payı dağıtılır. Firmaların, özel durumlar dışında, yasal bir kar dağıtma yükümlülüğü yoktur.
- Özsermaye vadesi olmayan sürekli bir kaynaktır.
- Özsermaye kredi verenler için bir güvencedir, bu sebeple özsermaye artışı firmanın kredi değerliliğini yükseltir ve dışardan yabancı kaynak temin etme olanaklarını artırır.
- Özsermaye, firmanın olası zararlarına karşı bir emniyet yastığı fonksiyonu görür.
- Bazı dönemlerde hisse senedi ihracı yoluyla kaynak temini yabancı kaynak sağlanmasından daha elverişlidir. Genellikle hisse senetlerinin yönetimde söz hakkı sağlaması, tahvile kıyasla daha yüksek oranda getiri sağlaması sebebiyle yatırımcılara daha cazip gelmektedir.

Yukarıda sıralanan üstünlüklerinin yanında özsermaye ile finansmanın bazı sakıncaları da mevcuttur. Bunlar (Akgüç, 1998: 755-756):

- Hisse senedi ihracı yoluyla sermaye artırımında firmaya yeni hissedarlar girmektedir. Bu ise kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılmasına neden olmaktadır.
- Hisse senedi ihracı ile firmaya yeni hissedarlar girmesi firma gelirlerinin daha fazla hissedar arasında bölüşülmesine ve mevcut hissedarların gelirlerinin düşmesine yol açmaktadır.
- Genellikle hisse senedinin ihraç giderleri tahvilin ihraç giderlerinden daha yüksektir. Yatırımcılar açısından hisse senedine yatırım, tahvile yatırımdan daha riskli olarak düşünülmektedir. Bir yatırım bankası aracılığıyla hisse senedi ihraç edilmesi durumunda, bu riski karşılamak için, yatırım bankalarının talep edeceği komisyon daha yüksek olmaktadır.
- Firma açısından özsermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden daha yüksektir. Hissedarlar, üstlendikleri riskin daha fazla olması sebebiyle daha yüksek oranda bir getiri talep etmektedirler. Bu ise özsermaye maliyetinin yabancı kaynak maliyetinden yüksel olmasına neden olmaktadır.
- Özsermaye ile finansmanın diğer bir sakıncası ise ödenen kar paylarının tahvil faizi gibi vergi matrahından düşülememesidir.

Özsermaye ile finansman kaynakları hisse senedi ihracı ve oto finansman olarak sınıflandırılabilir. Hisse senetleri adi ve imtiyazlı hisse senetleri, oto finansman kaynakları ise yedek akçeler, amortismanlar ve karşılıklar olarak sınıflandırılabilir.

1.2.1.1. Hisse Senetleri

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve hisse senedi çıkarma hakkına sahip firmalarda hissedarların firmanın iktisadi varlıkları üzerindeki mülkiyet hakkını temsil eden vadesiz menkul kıymettir. Hisse senedi, sermayenin belli bir oranını temsil etmektedir ve sahibine firmada o oranda ortaklık hakkı sağlamaktadır. Bu nedenle hisse senedi sahipleri firmanın bütün faaliyet ve finansal riskine katlanırlar. Bu anlamda hisse senetleri yatırımcılar için yüksek riskli bir araçtır (Dağlı, 2012: 7-8).

Hisse senetleri, firmaların sermaye piyasasından uzun vadeli fon sağlamada kullandıkları en önemli finansal araçlardır. Firmalar ihtiyaç duyduğu özsermayeyi sağlamak amacıyla sermaye artırımına gitmektedirler. Tedavüle çıkan hisse senetleri menkul kıymet borsalarında işlem görmektedir (Sevil ve diğerleri, 2013: 12).

Hisse senetleri yatırımcılara çeşitli haklar sağlamaktadır. Bu haklar hisse senedi türlerine göre değişmektedir. Ancak genel olarak hisse senedinin sağladığı haklar şu şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998: 758-760):

- **Hisse senedi sahipleri genel kurul toplantılarına katılarak oy kullanma hakkı:** Hisse senedi sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılarak sağladığı hakların önemlileri şu şekilde sıralanabilir: yönetim kurulu üyelerini seçme yoluyla firma yönetimine katılmak, ana sözleşmenin kabul veya değiştirilmesi, diğer firmalarla birleşme veya firmanın devri ya da firmanın tasfiyesi gibi hayati öneme sahip kararlara katılmak, firmanın bilanço ve gelir tablolarını onaylamak.
- **Kardan pay alma hakkı:** Firmanın kar etmesi durumunda, gerekli karşılıklar ayrıldıktan sonra ve genel kurulca kararlaştırılan şekilde kardan pay ama hakkı, hisse senedi yatırımcılarının haklarındandır.

- **Mülkiyet hakkının üçüncü kişilere devredilebilmesi hakkı:** Nama yazılı hisse senetlerinde, hisse senedi devrinin hüküm ifade edebilmesi için pay senedi defterine kaydedilmesi gerekir.
- **Tasfiyeden pay alma hakkı:** Firmanın tasfiyesi durumunda, borçlar ödendikten sonra geriye bir bakiye kalmışsa, hisse senedi sahibi, payı ile orantılı katılma hakkına sahiptir.
- **Rüçhan hakkı:** Sermaye artırım söz konusu olduğunda, çıkarılacak yeni hisse senetlerinden öncelikli satın alma hakkıdır.
- **Firma faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı:** Hisse senedi sahiplerinin firmanın faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı vardır, ancak ticari sırlar buna dahil değildir.

Hisse senetlerinin esas itibariyle adi hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri olmak üzere iki türü bulunmaktadır.

1.2.1.1.1. Adi Hisse Senetleri

Adi hisse senedi sahipleri firmanın gerçek sahipleridir. Devletin, borç verenlerin ve imtiyazlı hisse senedine sahip ortakların firmadaki alacağından sonra, firmanın gerçek sahiplerinin, firma kazancı ve varlıkları üzerindeki mülkiyet hakkını temsil eden menkul kıymetlere adi hisse senedi denir (Moyer ve diğerleri, 1984: 501).

Ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa hisse senetlerinin adi hisse senedi olduğu kabul edilir. Adi hisse senedi sahiplerine eşit haklar sağlamaktadır. Diğer hisse senedi türlerine göre daha yüksek riske sahip olan adi hisse senetleri, firmanın başarılı olması durumunda yüksek temettü ve sermaye kazancı sağlarlar (Sevil ve diğerleri, 2013: 15).

Adi hisse senedi ihracı ile finansmanın firma için avantajlarından biri adi hisse senedinin sabit bir kar payı ödeme zorunluluğunun olmamasıdır. Ayrıca firmaların finansman planlarında, adi hisse senedi ihracı ile finansman diğer sabit gelirli menkul kıymet ihracı ile finansmandan daha fazla bir esneklik sağlamaktadır. Firmaların istediği kadar ek yabancı kaynak bulma imkanının olmaması buna bir örnektir. Bu nedenle firma

için adi hisse senedi diğer sabit gelirli menkul kıymetlere göre daha az risklidir (Moyer ve diğerleri, 1984: 506).

Yatırımcı perspektifinden bakıldığında ise adi hisse senedi diğer menkul kıymetlerden daha riskli bir yatırım aracıdır. Adi hisse senedi yatırımcıları yüksek riske karşılık yüksek bir getiri talep etmektedir. Firma açısından adi hisse senedi ile finansmanın maliyeti diğer sabit gelirli menkul kıymetlere kıyasla daha fazladır. Ayrıca adi hisse senedi ile finansman hisse başına gelir üzerinde sulandırma etkisine neden olmaktadır. Firmanın karı geçmiş yıllara göre artmasına rağmen artan hisse senedi nedeniyle hisse başına gelir düşmektedir. Adi hisse senedi ile finansman maliyetinin satışına bağlı olarak sürekli dalgalanması, adi hisse senedi ile finansmanın diğer bir dezavantajıdır (Moyer ve diğerleri, 1984: 506-507).

1.2.1.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri

Firmanın ana sözleşmesinde belirtmek kaydıyla bazı hisse senedi sahiplerine oy kullanma, kardan ve tasfiyeden pay alma gibi konularda imtiyaz tanınabilir. Bu şekilde ihraç edilen hisse senetlerine imtiyazlı hisse senedi denir (Dağlı, 2012: 10).

İmtiyazlı hisse senetleri, bazı yönleriyle tahvile bazı yönleriyle adi hisse senedine benzemektedir. Adi hisse senetlerine kar payı dağıtılmadan önce imtiyazlı hisse senetlerine sabit bir kar payı ödemesi yapılır. Ayrıca imtiyazlı hisse senetleri de tahviller gibi bir nominal değere sahiptir. Ancak imtiyazlı hisse senetleri için gerekli gelirin sağlanamaması durumunda tahvillerde olduğu gibi firmayı iflasa götürecek bir yükümlülüğe neden olmamaktadır (Sevil ve diğerleri, 2013: 15-16).

İhraç eden firma açısından bakıldığında, imtiyazlı hisse senetlerinin kar payı ödemesi uzun vadeli yabancı kaynağın sabit ödemesine kıyasla daha esnektir. Faiz ödemelerinin ödenememesi durumunda karşılaşılan yaptırım, imtiyazlı hisse senedinin getirisinin karşılanamaması durumunda karşılaşılan yaptırımdan daha ağırdır. Ayrıca imtiyazlı hisse senedi ile finansman firmanın finansal riskini artırmamaktadır (Moyer ve diğerleri, 1984: 500).

İmtiyazlı hisse senedi ile finansmanın en önemli dezavantajı uzun vadeli yabancı kaynağa kıyasla vergi sonrası maliyetinin daha yüksek olmasıdır; çünkü kar payı ödemeleri vergi tasarrufu sağlamamaktadır. Firmanın sermaye yapısının değişmemesi durumunda, imtiyazlı hisse senedi ile finansmanın vergi sonrası maliyeti uzun vadeli yabancı kaynak ile finansmanın maliyetinin yaklaşık olarak iki katıdır. Bu nedenle çoğu firma sabit gelirli menkul kıymet ihracı ile uzun vadeli finansmanda imtiyazlı hisse senedi yerine uzun vadeli yabancı kaynağı tercih etmektedir (Moyer ve diğerleri, 1984: 501).

1.2.1.2. Otofinansman

Özsermaye ile finansman kaynaklarından biri otofinansmandır. Otofinansman, dönem sonlarında elde edilen karın bir kısmının dağıtılmayarak firmada alıkonulması sonucu oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle, kendi kendine finansman veya fon oluşturma anlamına gelen otofinansman, firmanın kendi gücü ile özsermaye oluşturmaktır (Özdemir, 1997: 387). Ayrıca firmadaki iktisadi varlıkların düşük ve borçların yüksek değerlendirilmesi halinde oluşan fakat özsermayenin bir unsuru olarak bilançoda gözükmeyen fazlalık bir otofinansman kaynağıdır (Yakar, 2011: 28).

Özellikle küçük ve orta ölçekli ve kredi olanakları sınırlı olan firmalarda otofinansman önemli bir fon kaynağıdır. Bu yolla firmalar yeni hissedar almadan ve sabit bir faiz yüküne katlanmadan fon sağlamış olmaktadır (Sevil ve diğerleri, 2013: 17).

Otofinansman kaynakları yedek akçeler, amortismanlar ve uzun vadeli karşılık ayrılması yoluyla gerçekleştirilmektedir. Yedek akçeler yolu ile otofinansman kanuni, ihtiyari, olağanüstü ve gizli yedek akçe ayrılması yoluyla gerçekleştirilmektedir. TTK'ya göre yıllık karın %5'i ödenmiş sermayenin %20'sine ulaşıncaya kadar genel kanuni yedek akçe ayrılabilir. Amortisman yoluyla otofinansmanda ise firmanın varlıklarında meydana gelen değer düşüklüğünü karşılamak için amortisman ayrılmakta ve kar/zarar hesaplarında izlenmektedir. Amortisman giderleri dönem içinde nakit çıkışı gerektirmemektedir, bu nedenle amortisman için ayrılan fonlar otofinansman kaynağı olarak kullanılabilir. Uzun süreli karşılık ayrılması yoluyla otofinansmanda ise karşılıklar hesap dönemi sonunda karşılanması muhtemel giderler için ayrılmaktadır ve karşılık ayırmak için belli bir hukuki yükümlülüğün varlığı gerekmemektedir (Sevil ve diğerleri, 2013: 17-18).

Otofinansman açık otofinansman ve gizli otofinansman olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Karların dağıtılmayarak firmada tutulmasıyla yapılan açık otofinansman kaynakları dağıtılmayan karlar, yedekler, karşılıklar ve amortismanlardır. Gizli otofinansman ise gizli yedek akçe ayrılması ile yapılır. Bu ise aktif değerlerin olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların kabarık veya pasifteki borçların şişirilmesiyle yoluyla gerçekleştirilmektedir (Ceylan, 1998: 154-155).

Günümüzde büyük firmalar, finansman ihtiyaçlarının büyük bir kısmını otofinansman ile karşılamaktadır. Otofinansman ile fon sağlamak, firmalar için yararlı bir finansman yöntemidir. Otofinansman, firmaların finansal bağımsızlıklarını artırmakta, kredi verenler için emniyet görevi görmektedir. Buna karşın aşırı otofinansmanın bazı sakıncaları bulunmaktadır. Bu sakıncalar ise (Ceylan, 1998: 156):

- Aşırı otofinansman, hissedarları uzun süre kardan yoksun bırakacağı için, hissesarların hoşnutsuzluğuna ve hisse senetlerinin piyasadaki değerinin düşmesine neden olabilir.
- Otofinansman, firmanın kaynaklarını rasyonel olmayan bir biçimde kullanmasına neden olabilir.

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

Firmaların finansman ihtiyacının karşılanmasında özsermaye yeterli olmayabilir. Bu durumda firmalar finansman ihtiyacının bir kısmını yabancı kaynaklardan temin etmektedir. Yabancı kaynaklar, firma dışındaki kişi ve kuruluşlardan sabit bir faiz ödemesi karşılığında karşılanmaktadır. Firmanın yabancı kaynak sağladığı borçlularının firmanın yönetiminde doğrudan söz hakkı bulunmamaktadır. Ancak sözleşmelere konulan özel koşullarla yönetimin bazı faaliyetleri sınırlandırılabilir. Firmaların kullandığı yabancı kaynaklar kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir (Akgüç, 1998: 481-483).

Borçlanma ile finansmanın firmaya sağladığı belli başlı avantajlar vardır. Firma yönetiminde her herhangi bir değişikliğe yol açmaması, borç ile finansmanın avantajlarından biridir. Borçlanma ile hissedar sayısında değişiklik olmamaktadır. Borçlanma ile finansmanın diğer avantajı ise firma finansal kaldıraçtan yararlanarak

özsermaye karlılığını ve hisse başına karı artırabilir. Borç için sabit bir faiz ödenmektedir ve faiz giderleri vergilendirilecek tutar hesaplanırken gelirden düşülmektedir (Türko, 2002: 566).

Borçlanma ile finansmanın avantajları yanında dezavantajları da vardır. Borçlanma ile finansmanda sabit bir faiz yükü söz konusudur. Satışları düzenli olmayan, büyük değişkenlik gösteren firmalar sabit yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanmaktadır. Ayrıca uzun vadeli kredi sözleşmeleri yeterince esnek değildir ve firma yöneticisinin hareket alanını kısıtlamaktadır. Borçlanma ile finansmanın diğer bir dezavantajı ise firmanın riskini artırması ve kredibilitesini düşürmesidir (Türko, 2002: 566).

Bir firma yöneticisi, sermaye yapısında en uygun kaynak bileşimini oluşturmak yanında finansman kaynaklarının vade olarak dağılımında da optimal bileşimi sağlaması gerekmektedir (Özdemir, 1997: 337). Geleneksel finansman kuralına göre uzun vadeli kaynakların (uzun vadeli borç ve özsermaye) uzun süreli kullanılacak varlıkların, kısa vadeli borcun ise dönen varlıkların finansmanında kullanılması gerekmektedir (Bolak, 2010: 225). Günümüzde birçok firma, kısa vadeli borçları duran varlıkların finansmanında da kullanmaktadır. Geçici bir süre için kısa vadeli borçlar duran varlıkların finansmanında kullanılabilir. Ancak, uzun vadeli kaynakların sağlanması zaman aldığından, yatırımlardaki gecikmeyi önlemek için, ilk aşamada söz konusu duran varlıkların finansmanında kısa vadeli borçtan yararlanılabilir. Daha sonra sürekli kaynaklar sağlandığında, bu amaçla alınan kısa vadeli borçlar geri ödenebilir (Akgüç, 1998: 525).

Kısa vadeli borçlar, firmaların bir faaliyet dönemi, genellikle bir yıl içerisinde, geri ödemesi gereken borçlarını ifade etmektedir. Kısa vadeli borçlar genellikle işletme sermayesinin, özellikle alacak ve stokların finansmanında kullanılan fon kaynaklarıdır. Ancak firma yöneticilerinin risk karşısındaki tutumlarına göre kısa vadeli borçlardan yararlanma düzeyi değişebilmektedir. Yüksek karlılık- yüksek risk tercihinde bulunan firma yöneticisi kısa vadeli borçlara ağırlık vermektedir, ancak düşük karlılık – düşük risk tercih eden yöneticiler daha tutucu davranmakta ve kısa vadeli borcu çok fazla tercih etmemektedir (Bolak, 2010: 226-228).

Kısa vadeli borçlar, orta ve uzun vadeli borçlara göre daha kısa sürede temin edilebilmektedir. Ayrıca, kısa vadeli borçların maliyetinin uzun vadeli borçların maliyetine göre daha düşük olduğu kabul edilmektedir. Ancak kısa vadeli borçlar, geri ödeme sıklıkları ve yenilemede karşılaşılabilecek sıkıntılar nedeniyle daha risklidir. Firmanın nakit akımları konjoktüre bağlı olarak değişmekte ve bazen kısa vadeli borçları karşılayamayacak düzeye inebilmektedir. Kısa vadeli borcun maliyetinin düşük olarak kabul edilmesine karşın, ekonomideki gelişmeler nedeniyle faiz oranları kısa vadelerde aşırı derecede farklılaşabilmektedir. Bu da firmaların, borçlanma olanaklarında belirsizliğe ve yüksek maliyetten borçlanmalarına neden olmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2012: 194).

Ortak bir görüş birliği olmamakla birlikte, orta vadeli borçlar vadesi 1-10 yıl arasında olan finansman kaynağıdır. Bazı kaynaklarda, ülkelerin ekonomik koşullarına göre orta vadeli borçların vadesinin 1-5 yıl arasında da değiştiği belirtilmektedir. Bu nedenle bazı ekonomilerde orta ve uzun vadeli borçlar birbirini karşılamaktadır. Orta vadeli borçlar ile duran varlık yatırımları ve özellikle sürekli çalışma sermayesi ihtiyaçları karşılanmaktadır. Orta vadeli borçlar, taksitler halinde geri ödenmektedir ve bir maddi teminat karşılığında sağlanmaktadır. Kısa vadeli banka kredilerinde kefalet karşılığı kredi alınabilirken orta vadeli banka kredilerinde karşılık olarak genelde maddi teminat gösterilmektedir. Ayrıca orta vadeli banka kredilerinde, bazı özel hükümlere de yer verilebilmektedir. Sermaye piyasasından kaynak sağlama imkanı olmayan küçük ve orta ölçekli firmalar için orta vadeli borçlar önemli bir finansman kaynağıdır (Erdoğan, 1990: 171; Sevil ve diğerleri, 2013: 3). Orta vadeli banka kredileri, forfaiting ve kiralama yoluyla finansman temel orta vadeli borç kaynaklarıdır.

Uzun vadeli finansman kaynakları bir firmanın sermaye yapısını oluşturan, karlılığını ve riskini uzun yıllar etkileyen kaynaklardır (Türko, 2002: 565). Firmalar, sürekli olarak kullandıkları duran varlıkların finansmanında uzun vadeli finansman kaynaklarını kullanmaktadır. Ayrıca, kuruluş aşamasında ve yeni yatırım zamanlarında da uzun vadeli finansman kaynaklarından yararlanmaktadır. Firmaların uzun vadeli finansman ihtiyaçları özsermaye veya uzun vadeli borçlar ile finanse edilmektedir. Firmaların kullandığı en temel uzun vadeli borç kaynağı tahvil ihracıdır (Sevil ve diğerleri, 2013: 11).

1.2.2.1. Ticari Krediler

Satıcı kredisi olarak da bilinen ticari krediler, firmalara satıcılar tarafından sağlanan önemli bir kısa vadeli finansman kaynağıdır. Ticari kredi, bir firma tarafından, kendisinden mal ve hizmet alan müşterisine verilen siparişin teslim etmesi ve satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanınması ile gerçekleşir. Satıcı açısından satışları artırmanın kolay bir yolu olan ticari kredi, satın alınan mal ve hizmetin finansmanında en kolay yol olduğu için müşteri tarafından tercih edilir. Finansal piyasalardan uygun koşullarda kaynak temin etme imkanı sınırlı olan küçük ölçekli firmalar için ticari kredi daha önemlidir (Dağlı, 2009: 275).

Ticari krediler genellikle açık hesap ve borç senedi olmak üzere iki şekilde açılabilir. Açık hesap şeklinde açılan ticari kredi uygulamasında, firma malın teslimi esnasında satıcıya herhangi bir ödemede bulunmaz ve satıştan doğan alacak satıcının defterine borç olarak kaydedilir. Bu kredi türünde satıcı çeşitli bilgi kaynaklarını kullanarak alıcının kredibilitésini belirlemekte ve buna göre kredi açmaktadır. Bu nedenle, alıcı ile satıcı arasındaki güven oldukça önemlidir. Herhangi bir formalite gerektirmeyen açık hesap şeklinde açılan ticari krediler, satıcı ile alıcı arasında tatmin edici bir ilişki kurulduğunda otomatik olarak açılmaktadır. Süre sona erdiğinde, alıcının mal bedelini satıcıya ödeyeceği varsayımına dayanmaktadır (Özdemir, 1997: 339).

Ticari kredilerin borç senedi uygulamasında, satıcı kredili olarak sattığı mallar karşılığında alıcıdan borç senedi istemektedir. Satıcılar, kredi değerliliğinden emin olmadıklarında bu yolu tercih etmektedirler. Bu şekilde satıcı firma alacağını yasal bir belgeye dayandırarak kendini güvenceye almaktadır (Özdemir, 1997: 339).

Ticari kredilerin firmaya sağladığı belli başlı avantajlar şu şekilde özetlenebilir (Dağlı, 2009: 281):

- Ticari kredi kolaylıkla temin edilebilir.
- Kredi koşulları arasında nakit iskontosu yer almadığı zaman ticari kredinin firmaya maliyeti sıfırdır.

- Kredi koşulları arasında nakit iskontosu yer aldığı ancak ödemenin iskonto dönemi içinde yapılması durumunda iskonto dönemi boyunca yine sıfır maliyetli bir kredi kullanılmış olur.
- Mal ve hizmet alımına bağlı olarak hacmi değiştiği için ticari kredi oldukça esnek bir finans kaynağı niteliğindedir.
- Genellikle sınırlayıcı koşullar taşımayan ticari krediyi firma serbestçe kullanabilir.

1.2.2.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Kısa vadeli finansman kaynaklarından biri olan kısa vadeli banka kredileri, ticari kredilerden sonra ikinci derecede önem sahip bir finansman yoludur. Genellikle işletme ihtiyacının karşılanması, stokların ve müşterilerden olan alacakları finanse etmek için kullanılırlar. Ancak günlük hayatta firmalar uzun vadeli kredi sağlanıncaya kadar geçen süre içinde kısa vadeli banka kredisi kullanmaktadırlar (Türko, 2002: 540).

Ticari bankalardan kredi sağlanması bir şahıstan veya firmadan kredi sağlamaya göre farklılık göstermektedir. Bankalar kredi açarken, genellikle kredi talep eden firma hakkında “kredi analizi” adı verilen bir araştırma yapmaktadırlar. Kredi talep eden firmanın kredibilitesine bağlı olarak istenecek teminatlar da farklı olabilmektedir. Kredi analizi sonucunda bankanın kredi talep eden firmayı kredi verilebilir bulması durumunda kredi açılır, aksi durumda kredi talebi reddedilir. Sağlanacak kredinin miktarı, firma ile banka arasında gerçekleşen görüşmeler sonucunda belirlenmektedir. Kredinin maliyeti, kullanılan kredinin tutarına bağlıdır. Kullanılan kredi yükseldikçe, kredinin maliyeti de artmaktadır (Özdemir, 1997: 340-341).

Bankaların firmalara sağladığı kısa vadeli krediler nakdi krediler, çerçeve kredisi, rotatif kredi ve akreditif kredisi şeklinde sınıflandırılabilir.

Nakdi krediler, belirli bir vade sonunda faizi ile geri ödenmek üzere bankaların kullandığı kredi türüdür. Nakdi kredi kullanılırken bankalar söz konusu komisyon oranına göre alınan ücretin yanı sıra banka ve müşteri ilişkilerine göre ipotek, çek veya kefalet gibi teminatlar isteyebilir. Nakdi kredide banka ile firma arasında alınan kredi

tutarının, faiz oranının, vade ve geri ödeme planı ile varsa teminatlar ve diğer şartların yer aldığı bir sözleşme düzenlenir (Aydın ve diğerleri, 2012: 199; Dağlı, 2009: 287).

Çerçeve kredisinde, banka kredi talep eden firmaya belirli bir dönem boyunca belirli bir limite kadar kredi kullanma imkanı tanımaktadır. Firma ihtiyaç duydukça belirlenen limite kadar bankadan anında kredi kullanabilir. Alınan kredinin istendiği zaman geri ödeyebilme imkanı sunan çerçeve kredisi oldukça esnek bir kısa vadeli finans kaynağıdır. Nakit akışları dönem boyunca değişkenlik gösteren firmalar için çerçeve kredisi oldukça cazip bir kaynaktır. Çerçeve kredileri, taahhütlü ve taahhütsüz olmak üzere iki şekilde düzenlenebilir. Taahhütsüz çerçeve kredisinde yasal bir yükümlülük bulunmamaktadır. Ancak taahhütlü çerçeve kredisinde banka firma ile yazılı bir anlaşma yapmaktadır ve yasal olarak bu anlaşmaya uymak zorundadır (Dağlı, 2009: 287-288).

Çerçeve kredisine benzeyen rotatif kredide, kredi anlaşması nispeten daha uzun bir dönemi kapsamaktadır. Rotatif kredinin çerçeve kredisinden diğer bir farkı, rotatif kredilerin tamamının taahhütlü kredi niteliğine sahip olmasıdır. Bankanın müşterisine, belirlenen vade ve limit çerçevesinde, istenen zaman ve miktarda kredi kullanılabilme ve istendiği zaman kısmen veya tamamen kapatılabilme imkanı veren kredi türüdür (Dağlı, 2009: 288).

Akreditif dış ticarete yaygın olarak kullanılan bir kısa vadeli finansman kaynağıdır. Akreditifte, alıcı ve satıcıyı güvence altına alan bir ödeme ve ithalat yapan müşteriye ithalatın gerçekleşmesi için gerekli finansman olanağı sağlanmaktadır. Dolayısıyla akreditif, ihracatçının malı sattığı anda bedelini alma ve ithalatçının bedeli ödediği anda mala sahip olmasını sağlayan bir finansman türüdür. Akreditif ödeme sisteminde bankalar çok önemli bir yere sahiptir, çünkü ödeme muhabir bankalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. İthalatçı ve ihracatçının aralarında bir alım satım anlaşması yapmasıyla başlayan akreditifte, daha sonra ithalatçının bankası ihracatçının ülkesinden muhabir bir banka bulmaktadır. İthalatçı, kendi bankasında bir akreditif hesabı açar ve bunu ihracatçının bankasına bildirir. Benzer şekilde, ihracatçının bankası da ithalatçının lehine akreditif hesabı açtığını ithalatçıya bildirir. Daha sonra ihracatçı söz konusu malları ithalatçıya sevk eder ve sevk evraklarını bankasına götürerek bedelini tahsil eder. İhracatçının bankası da benzer şekilde belgeleri ithalatçının bankasına ileterek bedelini

tahsil eder. İthalatçının bankasının mülkiyetinde bulunan malların bedelinin tamamının bankaya ödenmesi ile malların mülkiyetini temsil eden belgeler ithalatçıya devredilir (Aydın ve diğerleri, 2012: 208-209; Dağlı, 2009: 289-291).

1.2.2.3. Finansman Bonosu

Finansman bonosu, genellikle büyük firmalar tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve teminatsız para piyasası araçlarıdır. Vadeleri en çok bir yıl olan finansman bonosu, itibarlı ve kredibilitesi yüksek firmaların başvurabileceği bir finansman şeklidir. İlk kez 1920'lerde ABD'de banka kredilerine alternatif olarak ortaya çıkan finansman bonosunun Türkiye'de ihracına 1986 yılında izin verilmiştir. Finansman bonoları, para piyasasında firmaların prestij kazanmasına ve isimlerinin duyulmasına fırsat vermektedir. Çıkarılması kolay, formalitesi az ve banka kredilerine göre daha az maliyetli olan finansman bonosunun üst sınırı genel kurulca onaylanmış son yıllık bilançoda görülen ödenmiş sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık olmayan anonim şirketlerde ise yedek akçeler hesaplama dahil edilmez. Ayrıca hazine garantili finansman bonolarının ihraç sınırı yoktur (Dağlı, 2009: 304; Türko, 2002: 545).

Türkiye'de finansman bonoları anonim şirket statüsündeki kuruluşlar, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelere bağlı özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve firmalar ihraç edebilmektedir. Ayrıca anonim şirket statüsünde olmak şartıyla, finansman bonosu ihraç etmek isteyen firmaların Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'ndan izin alması gerekmektedir. Finansman bonosu ihraç edecek firmaların esas sözleşmelerinde buna dair bir hüküm bulunmalı ve bu konuda genel kurulca karar alınması gerekmektedir (Ceylan,1998: 116).

Finansman bonoları iskonto esasına göre satılmaktadır. Finansman bonosunun üzerindeki yazılı olan nominal değer, anapara ve faizi kapsamaktadır. Nominal değer altında bir fiyattan satılan finansman bonolarının, vade sonunda, nominal değerleri üzerinden ödemesi yapılmaktadır. Finansman bonosunun vadesi geldiğinde ödenmesi zorunludur. Finansman bonolarında banka kredilerinde olduğu gibi esneklik söz konusu değildir. Banka kredilerinde, vade dolduğunda, kredi vadesi uzatılabilmekte veya yeniden

borçlanabilme imkanı olabilmektedir. Banka kredilerinin bu esnekliği finansman bonoları için söz konusu değildir (Ceylan, 1998: 116; Dağlı, 2013: 24; Türko, 2002: 545).

Finansman bonoları esas itibariyle teminatsız ihraç edilmektedirler. Ancak teminat dikkate alınarak finansman bonoları türleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Dağlı, 2012: 24):

- Hiçbir garanti kaydı taşımayan finansman bonoları (*A tipi*),
- Bir bankanın destek kredisi taahhüdü ile çıkarılmış finansman bonoları (*B tipi*),
- Bir bankanın garantisi altında çıkarılan finansman bonoları (*C tipi*),
- SPK tarafından kabul edilen bir fon karşılığı çıkarılan finansman bonoları (*D tipi*),
- Hazinesinin garantisi altında çıkarılan finansman bonoları (*E tipi*),
- Başka bir anonim şirketin garantisi altında çıkarılan finansman bonoları (*F tipi*),

1.2.2.4. Faktöring

Faktöring, kredili satış yapan firmaların söz konusu satışlardan doğan alacak haklarını faktör adı verilen bir aracı finansal kuruma devretmesi yoluyla kısa vadeli fon sağlanan bir finansman tekniğidir (Akgüç, 1998: 552). Daha geniş tanımıyla faktöring, firmaların mal ve hizmet satışından doğan kısa vadeli alacak haklarının faktör adı verilen finansal kurum tarafından satın alınması, alacağın vadesinden önce satıcıya belli bir oranda peşin ödemenin yapılması, tahsil edilmeme riskinin üstlenilmesi ve alacak kaydının tutulması işlemlerinin tümüdür. Faktöring işleminde komisyon ve firmaya peşin ödeme yapıldığında oluşan faiz olmak üzere iki temel maliyet unsuru söz konusudur. Faktör, alacağın riskini belirlemekte ve alacağın riskine göre %1 ile %3 arasında komisyon ücreti talep etmektedir. Peşin ödemenin faizi ise cari faiz oranına göre belirlenmektedir ve genellikle banka faiz oranından %4 ile %6 arasında daha fazladır (Özdemir, 1997: 345-347).

Faktöring ile firmaya sunulan hizmetler aşağıda özetlenmiştir (Türko, 2002: 548-549):

- **Risk Üstlenme ve Teminat Hizmeti:** Faktör kuruluşu firmanın iş yaptığı alıcı firmalarla ilgili olarak gerekli istihbarat ve araştırmalar yapar. Alıcı firmanın ödeme garantisini satıcıya sağlar.
- **Alacakların Yönetimi:** Firmanın vadeli satışta bulunduğu firmalar hakkında bilgi toplama, muhasebe kayıtlarının tutulması, izleme, tahsilat ve hukuki yollara başvurma gibi işlemler faktör kuruluşunca yerine getirilir.
- **Finansman Sağlama:** Satıcı firmanın talep etmesi halinde faktör kuruluşu bir ön ödeme yaparak finansman imkanı sağlamaktadır. Uygulamada faktör kurumları genellikle alacağın %80'ni oranında peşin ödeme yapmakta, vade sonunda %20'sini ödemektedir.

Faktöring sözleşmesi ile firmaya tüm faktöring hizmetleri sunulabileceği gibi müşteri firmanın taleplerine göre farklı hizmet paketleri oluşturulabilmektedir. Bu nedenle uygulamada tam faktöring olarak nitelendirilen üç temel hizmetin verildiği faktöringin yanında değişik faktöring türleri de bulunmaktadır (Akgüç, 1998: 556). Firmanın faktöring kuruluşundan istekleri doğrultusunda faktöring hizmetlerinden bir veya birkaçının sunulduğu diğer faktöring türleri aşağıda özetlenmiştir.

Rücu Edilebilir (Geri Dönülebilir) Faktöring: Bu tür faktöringde faktöring firması, firmaya alacakların yönetimi ve finansman sağlama hizmetlerini sunmakta, ancak risk üstlenmemektedir. Alacağın tahsilinin herhangi bir nedenle aksaması durumunda faktöring firması, satıcıya rücu etmekte ve tahsil edilmeyen tutar kadar satıcı hesabını borçlandırmaktadır. Ayrıca bu tür faktöringde senet alınması şartı bulunmamaktadır. İşlemler fatura üzerinden yürütülmektedir. Alacakların faktöring firması tarafından tahsili durumunda, alacaklar faktörün kayıtlarına ve bilançosuna işlenmekte, ancak aksi durumda alacaklar satıcı firmanın şüpheli ticari alacaklarında görülmektedir (Akgüç, 1998: 557).

Rücu Edilemez (Gayri Kabili Rücu) Faktöring: Bu tür faktöringde faktöring firması riski üstlenmektedir. Alacağın ödenmemesi durumunda satıcı firmaya başvuramamaktadır. Bu tür faktöring, geleneksel faktöring olarak da ifade edilmektedir (Akgüç, 1998: 557).

Açık Faktöring: Bu tür faktöringde alacağın temlikli fatura üzerinde yer almaktadır. Fatura satıcı tarafından düzenlenmekte, ancak alacağın faktöring firmasına temlik edilmiş olduğu ve ödemenin faktöring firmasına yapılacağı fatura üzerinde belirtilmektedir (Akgüç, 1998: 559).

Kapalı Faktöring: Alacak hakkının faktöring firmasına satışının bilinmesini ticari itibarı açısından sakıncalı bulan firmalar, faktöring işleminin gizli kalmasını sağlayacak olan kapalı faktöringi tercih etmektedirler. Bu tür faktöringde satıcı firma vadeli satışlardan doğan alacaklarını faktöring firmasına temlik etmektedir, ancak malların alıcıya teslimi ve bedellerinin tahsili işlemlerini kendisi yürütmektedir. Alıcı firmanın faktöring işleminden ve firmasından haberi olmamaktadır (Akgüç, 1998: 559; Türko, 2002: 551).

Toptan Faktöring: Bu tür faktöringde, faktöring firması satıcı firmaya sadece finansman hizmeti sağlamaktadır. Ancak alacakların yönetimi ve riskin üstlenilmesi satıcı firmanın sorumluluğundadır. Burada alıcı firma, borcunu faktöring firmasına ödemek üzere yönlendirilmektedir. Dolayısıyla ödeme faktöring firmasına yapılmakta ödememe durumunda riski satıcı firma üstlenmektedir. Faktöring firması alacak yönetimi ve tahsilatı yapmadığı için kayıtların tutulması, takip ve tahsil işlemleri faktör adına satıcı firma tarafından yapılmaktadır (Akgüç, 1998: 560; Türko, 2002: 552).

1.2.2.5. Kiralama Yoluyla Finansman

Leasing olarak da bilinen kiralama, firmaların taşınır ve taşınmaz varlıkların hizmetlerinden yararlanılmasını sağlayan bir finansman türüdür. Kiralayan ve kiracı arasında imzalanan kiralama sözleşmesiyle, kiracı tarafından seçilen varlık kiralayan tarafından satın alınmakta ve söz konusu iktisadi varlığın mülkiyeti kiralayanda, kullanımı ise kiracıda olmaktadır. Böylece, varlığın kullanımı belli bir kira bedeli karşılığında kiracıya bırakılmaktadır (Sevil ve diğerleri, 2013: 9).

Orta veya uzun süreli finansman kaynakları arasında yer alan kiralamanın temelini bir iktisadi varlığın firmaya ödünç olarak verilmesi oluşturmaktadır ve kiracı, yapılan kira sözleşmesi ile bu varlığın tamamı ödeninceye kadar sabit bir yükümlülük altına girmektedir (Özdemir, 1997: 366). Taşınır veya taşınmaz mallar (makine, teçhizat, taşıt

araçları, tesisler vb. gibi) kiralama sözleşmesine konu olabilmekte, ancak patent gibi fikri ve sınai haklar bu sözleşmeye konu olamamaktadır (Türko, 2002: 559).

Kiralama esas doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır. Doğrudan kiralamada, kiralayan firma aynı zamanda sözleşmeye konu iktisadi varlığın üreticisi veya satıcısıdır. Dolayısıyla bu kiralama şeklinde, iktisadi varlığın üretici veya satıcısı durumunda olan kiralayan ile kiracı olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Dolaylı kiralama şeklinde ise üretici veya satıcı firma, kiralayan ve kiracı olmak üzere üç taraf vardır. Bu kiralama şeklinde, kiralama firması üretici veya satıcıdan söz konusu taşınmazı satın almakta, kira sözleşmesi ile kullanımını kiracıya devretmektedir. Uygulamada bu kiralama şekli daha yaygındır (Akgüç, 1998: 619).

Çok değişik türleri bulunan kiralamanın, en genel olarak faaliyet kiralaması ve finansal kiralama olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Hizmet veya servis kiralaması olarak da bilinen faaliyet kiralamasında, kira süresince söz konusu iktisadi varlığın her türlü bakım ve onarım giderleri kiralayan firma tarafından karşılanmaktadır. Sözleşmede belirtilen süre bitmeden kiralanan varlığın geri verilmesi veya değiştirilmesi söz konusu değildir. Finansal kiralamada ise, kiralayan firma söz konusu iktisadi varlıkla ilgili herhangi bir gidere katlanmamakta, sadece kiracı firmaya finansman desteği sağlamaktadır. Ayrıca finansal kiralamada geri dönülemez süre vardır ve bu süre bitmeden kiralanan iktisadi varlığın iadesi ve değiştirilmesi mümkün değildir (Özdemir, 1997: 364-365).

1.2.2.6. Forfaiting

Forfaiting, uluslararası piyasalarda artan rekabet sonucu mal satımlarının uzun vadelerle gerçekleşmesi sonucu ortaya çıkan bir finansman türüdür. İhracatçıların faiz, kur gibi çeşitli risklerden korunması isteği forfaiting'in gelişmesini sağlamıştır. Forfaiting, uluslararası mal ve hizmet satışından doğan poliçe ve bono gibi emre yazılı senede bağlı alacakların bir forfaiter tarafından rücu hakkı olmaksızın ihracatçıdan satın alınmasıdır. Forfaitingde, sabit bir faiz ödemesi söz konusudur ve alacağın vadesine göre forfaiter sabit bir faiz oranı üzerinden senet tutarını iskonto ederek faizi peşin olarak tahsil etmektedir (Türko, 2002: 560-561).

Forfaiting işleminde, forfaiter alacakla ilgili tüm riskleri üstlenmektedir. Bu nedenle forfaiter, alacağı tahsil edememesi durumunda ihracatçıya başvuramamaktadır. Forfaiter, söz konusu riski üstlenmesi nedeniyle kendini garantiye almak amacıyla bir takım teminat ve kefalet istemektedir. Bu durumda forfaiting işlemindeki taraflar artmaktadır. Örneğin bir banka söz konusu senetlerin forfaitere ödeneceğine kefil olmaktadır (Özdemir, 1997: 381).

Forfaitingın maliyetini etkileyen belli başlı riskler ticari risk, döviz transferi riski ve ülke riskidir. Ticari riskler ithalatçı tarafından üstlenilmektedir. Başka bir ifadeyle, bankadan sağlanan teminat için ödenecek gider, ithalatçı tarafından karşılanmaktadır. Politik ve döviz transferi ile ilgili riskler ithalatçının ülkesinin kredibilesine göre belirlenmekte ve ülkenin riski az ise iskonto oranı düşük, ülke riski arttıkça iskonto oranı da artmaktadır (Ceylan, 1998: 149-150).

Forfaiting ihraççı firmaya çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Senedin tahsil edilememesinden kaynaklanan ticari risk ve kur riski forfaitere devredilmektedir. Alacağını nakdi olarak tahsil edebilen ihracat firması, ithalatçı firmanın kredibilesini tespit ve alacağın tahsili gibi işlemlerine zaman ve kaynak ayırmaktan kurtulmaktadır. Ayrıca, forfaiting işlemi fazla belgeye gerek olmayan hızlı ve basit bir işlemdir. Ticari riskin forfaiter tarafından üstlenilmesi sebebiyle ihracat sigortasına gerek kalmamaktadır. Forfaitingın dezavantajları ise risk primi nedeniyle genellikle yüksek maliyetli oluşu ve forfaiterin kabul edeceği güvenli bir garantör bankanın bulunmasındaki zorluktur (Türko, 2002: 564).

1.2.2.7. Tahviller

Tahvil ihracı, sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde, firmaların uzun vadeli kaynak sağlamak amacıyla başvurduğu yollardan biridir. Anonim şirketlerin ödünç para bulabilmek için çıkardıkları borç senetlerine tahvil adı verilmektedir. Tahvillerin itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmaktadır. Başka bir ifade ile tahvil; ihraççı firmanın, tahvil yatırımcısına belirlenen tarihlerde anapara ve faiz tutarını ödemekle yükümlü olduğu uzun vadeli bir borçlanma aracıdır (Sevil ve diğerleri, 2013: 18). Türkiye’de tahvil çıkarma yetkisi anonim şirketlere tanınmıştır. Ayrıca, Kamu İktisadi

Teşebbüsleri'nin anonim şirket olmasalar bile tahvil çıkarma yetkisi vardır (Dağlı, 2012: 16).

Anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri tahvil tutarı, bağımsız denetimden geçmiş en son ki mali tabloda yer alan çıkarılmış veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda bulunan yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarı geçemez. Ancak firmaların finansal tablolarında net kar söz konusu ise SPK bu tutarı altı veya üç katına kadar artırabilir. Halka açık olmayan anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri tahvil tutarı ise genel kurulca onaylanan son finansal tabloda yer alan ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarı geçemez. Hazine garantisi taşıyan tahvillere söz konusu ihraç limitleri uygulanmamaktadır (Dağlı, 2012: 17; Türko, 2002: 566-567).

Çıkarılan tahviller tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar noter huzurunda iptal edilmedikçe yeni tahvil çıkarılamaz. Ayrıca tahvillerin vadesi iki yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Tahviller birincil piyasada nominal değeri üzerinden ihraç edilirken, ikincil piyasada ise, sürekli değişkenlik gösteren piyasa faiz oranına göre hesaplanan piyasa değeri üzerinden satılmaktadır (Dağlı, 2012: 17).

Anonim şirketler yatırımcıların ilgisini çekmek ve ihracın başarısını artırabilmek amacıyla ihraç edilen tahvillere çeşitli ayrıcalıklar sunmaktadır. Bu sebeple çeşitli tahvil türleri ortaya çıkmaktadır (Türko, 2002: 567).

Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri: Dönemsel faiz geliri sağlayacak şekilde devletin düzenleyip ihraç ettiği tahvile devlet tahvili, özel sektör firmalarının ihraç ettiği tahvile ise özel sektör tahvili denir. Özel sektör tahvilleri devlet tahvillerine nazaran yatırımcısına daha yüksek bir getiri ve risk sunmaktadır (Dağlı, 2012: 18).

Garantili Tahviller: Anonim şirketler özel bir güvenceye sahip tahvil de çıkarabilmektedir. Firmanın her hangi bir iktisadi varlığı güvence olarak gösterilebileceği gibi, verilen güvence kişisel de olabilir. Özellikle banka garantili tahviller, daha güvenceli kabul edildiği için satışı kolaylaştırmaktadır (Akgüç, 1998: 649).

Primli ve Başabaş Tahviller: Nominal değeri ile ihraç edilen ve nominal değeri üzerinden geri satın alınan tahvile başabaş tahvil denir. Ancak ihraç esnasında nominal değer altında veya vade sonunda nominal değerinin üzerinden geri satın alınan tahvile primli tahvil denir (Dağlı, 2012: 19).

Kara İştirakli Tahvil: Yatırımcısına faiz ödemesi ve firmanın karından pay alma hakkı sağlayan tahvillerdir. Bu tür tahvillerde ödeme, ya sabit bir faiz ödemesi artı kar payı ödemesi veya yatırımcısına sabit faiz oranı ile belirlenen kar payı hakkından hangisi yüksekse onun ödenmesi ya da bir faiz oranı belirtilmeksizin kardan pay ödenmesi şeklinde olabilir (Türko, 2002: 568).

Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller: Konvertibil tahvil olarak da bilinen bu tür tahviller, yatırımcısına önceden belirlenen şartlarda tahvillerini hisse senedine dönüştürme hakkı sunmaktadır. Hisse senediyle değiştirilme fiyat ve oranı, tahviller çıkarılırken belirlenmektedir. Değiştirilme fiyatı ve oranı tahvilin vadesi boyunca sabit kalabilir ya da belli zaman aralıklarıyla aşamalı olarak da tespit edilebilir (Türko, 2002: 568).

Varant Ekli Tahvil: Önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden belirli sayıda hisse senedi satın alma hakkı sağlayan bir varant kuponu ile ihraç edilen tahvile denir. Tahvilin yatırımcısı seçim hakkına sahiptir. Varantın kullanılması durumunda tahvil yatırımcısı firmanın hem hissedarı hem de alacaklısı statüsüne gelir (Akgüç, 1998: 651).

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısını değiştirerek firmanın piyasa değerinin ve toplam sermaye maliyetini ifade eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)'nin değiştirilip değiştirilemeyeceği üzerine kurulmuştur. Firmaların iki temel finansman kaynağı olan yabancı kaynak ve özsermayenin firmaya bir maliyeti vardır. Sermaye yapısı teorilerinin tanımına geçmeden önce bu iki finansman kaynağının maliyetlerinin incelenmesi gerekir.

Finansman kaynaklarının maliyetleri belirli varsayımlar altında hesaplanabilir. Bu varsayımlar (Van Horne, 1998: 251):

- Kurumlar vergisi, kişisel gelir vergisi ve iflas maliyetleri yoktur,
- İşlem maliyeti söz konusu değildir,
- Elde edilen karın tamamı dağıtılmaktadır,
- Firmanın karında bir büyüme beklenmemektedir.

Bu varsayımlar altında yabancı kaynağın maliyeti, özsermayenin maliyeti ve AOSM şu şekilde hesaplanabilir (Van Horne, 1998: 251):

$$k_i = \frac{F}{B}$$

k_i :Yabancı kaynağın maliyeti

F :Yıllık faiz gideri

B :Yabancı kaynağın piyasa değeri

$$k_e = \frac{D}{E}$$

k_e : Özsermaye maliyeti

D : Dağıtılan kar payı

E : Özsermayenin piyasa değeri

$$k_0 = k_i [B / (B+E)] + k_e [E / (B+E)]$$

k_0 : AOSM

Hissedarlar firmaya fon sağlamaktadır ve bu fon karşılığında firmadan bir getiri beklemektedir. Özsermaye maliyeti, hissedarların sağladıkları bu fon karşılığında bekledikleri getiri oranıdır (Sevil ve diğerleri, 2013: 100). Yabancı kaynağın maliyeti ise firmaya borç verenlerin bekledikleri getiri oranıdır. En basit ifade ile yabancı kaynağın maliyeti faizdir (Ban ve Ercan, 2005: 227). AOSM ise firmaya fon sağlayanların firmadan bekledikleri getirilerin ağırlıklı ortalamasıdır. Diğer bir ifadeyle AOSM, firmanın kullanmış olduğu kaynakların (yabancı kaynak ve özsermaye) ağırlıklı ortalamasıdır (Sevil ve diğerleri, 2013: 108).

Sermaye yapısının firmanın piyasa değerini etkileyip etkilemedi ile ilgili iki aşırı bakış açısı vardır. Klasik sermaye yapısı yaklaşımları olarak ifade edilen bu yaklaşımların birine göre, sermaye yapısındaki değişim firmanın piyasa değerini etkilemekte (Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı), diğerine göre ise (Net Gelir Yaklaşımı) etkilememektedir. Sermaye yapısı ile ilgili üçüncü bir yaklaşım (Geleneksel Yaklaşım) ise bu iki aşırı ucun ortasında yer almaktadır ve daha gerçekçi bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir (Keown ve diğerleri, 2001: 518).

2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

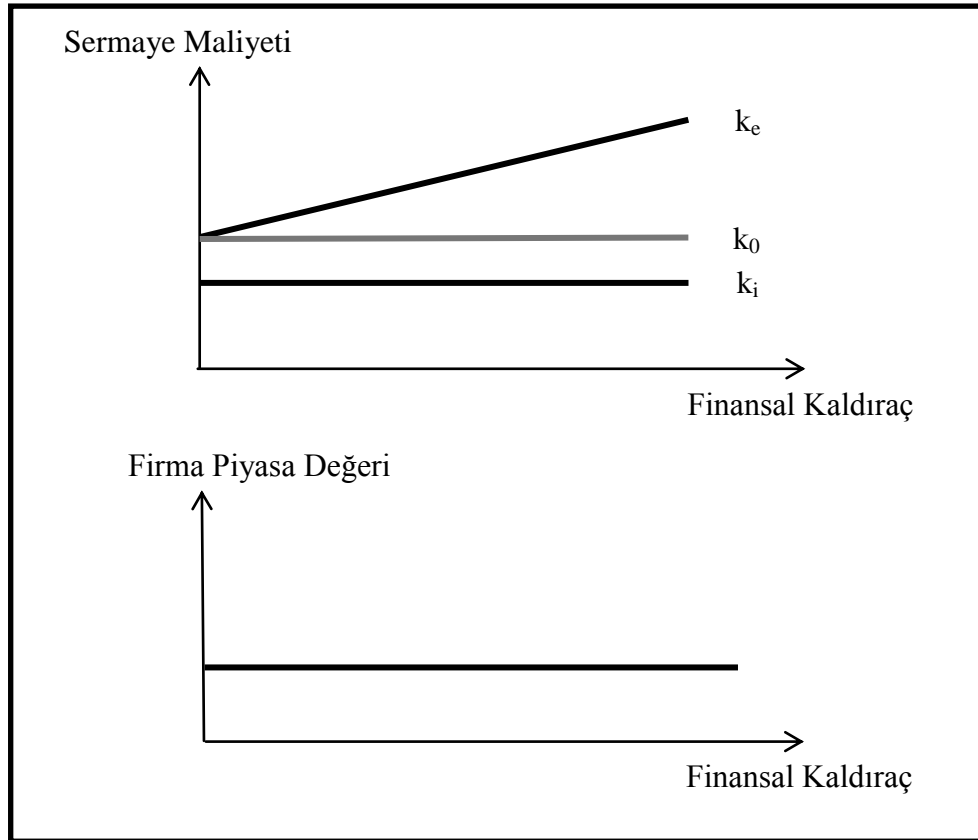
2.1.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri yaklaşımına göre firmanın piyasa değeri ve AOSM kullandığı borçlanma veya kaldıraç seviyesinden bağımsızdır. Diğer bir ifadeyle, hisse senetlerinin

piyasa değeri, firmanın sermaye yapısındaki değişimden etkilenmemektedir (Shim ve Siegel, 1998:308). Bu yaklaşıma göre, firmanın AOSM tüm sermaye bileşimlerinde sabittir ve sermaye yapısındaki değişimden etkilenmemektedir. Firmalar için tek bir optimal sermaye yapısı yoktur veya tüm sermaye bileşimleri optimaldir. Dolayısıyla sermaye yapısını değiştirerek AOSM'ni azaltmak ve firmanın piyasa değerini artırmak mümkün değildir (Poyraz, 2008: 433).

Net Faaliyet Geliri yaklaşımına göre, daha yüksek bir finansal kaldıraç daha yüksek bir gelir ve kar payı ile sonuçlanabilir. Ancak özsermaye maliyeti eş zamanlı olarak artan gelir ve kar payı oranında yükselecektir, çünkü finansal kaldıraç arttıkça firma riski artmaktadır. Dolayısıyla artan gelir ve kar payı oranı ile yükselen firma riski arasında bir denge vardır. Firmanın kullandığı kaldıraç ile özsermaye maliyeti arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Firmanın riskini ifade eden finansal kaldıraç düzeyi ile özsermaye getirisi arasındaki ilişki Grafik 1'de görülmektedir (Keown ve diğerleri, 2001: 520).

Grafik 1: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



Kaynak: Keown ve diğerleri, 2001: 520-521

Grafikte 1’de görüldüğü üzere, AOSM yükselen finansal kaldıraç seviyesinden etkilenmemektedir. Eğer daha fazla yabancı kaynak kullanılırsa, aynı zamanda gelir ve kar payındaki artış oranı kadar özsermaye maliyeti de artmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısındaki değişim AOSM’ni değiştirmedeği için firmanın piyasa değeri de değişmemektedir (Keown ve diğerleri, 2001: 520).

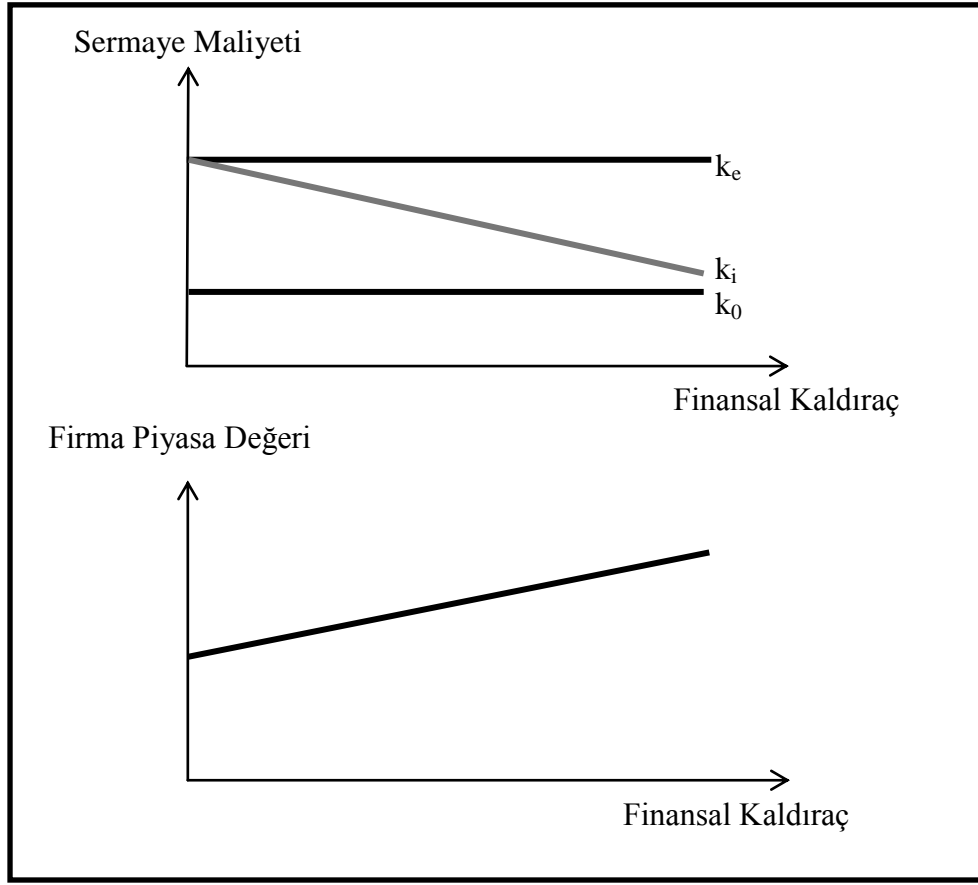
Net Faaliyet Geliri yaklaşımının en önemli eksik yönü, finansal kaldıraç düzeyinin yükselmesi sonucunda, yabancı kaynağın maliyetinin aynı kaldığının kabul edilmesidir. Normal hayatta borçlanma düzeyi arttıkça, kredi verenlerin emniyet marjı daralmakta, bu durum ise daha yüksek bir faiz oranı üzerinden borçlanma işleminin gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bu yaklaşımın bir diğer eksik yönü ise, özsermaye maliyetinin, borçlanma miktarının artması sonucunda finansal riskin artışına paralel olarak aynı oranda yükseleceği beklentisidir (Aydın ve diğerleri, 2008: 279-280).

2.1.2. Net Gelir Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri yaklaşımının tam karşıtı olan Net Gelir yaklaşımına göre, AOSM ve firmanın piyasa değeri kullanılan kaldıraç düzeyinden etkilenmektedir. Bu yaklaşımın kritik varsayımı, yabancı kaynağın ve özsermayenin maliyetinin firmanın kaldıraç düzeyi arttıkça değişmeyeceğidir (Shim ve Siegel, 1998: 309). Bu yaklaşım, sermaye yapısının oluşumunda kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır.

Bu yaklaşıma göre, yabancı kaynağın maliyeti özsermayenin maliyetinden düşük olduğu için firmanın sermaye yapısında yabancı kaynağın oranı arttıkça AOSM düşmektedir. Böylece kaldıraç düzeyinin yükselmesi firmanın piyasa değerini artırıcı bir etkiye sebep olacaktır (Keown ve diğerleri, 2001: 521). Grafik 2’de görüldüğü üzere, firmanın finansal kaldıraç düzeyi arttıkça AOSM düşmektedir. Bu düşüş, firmanın piyasa değerinin yükselmesini sağlamaktadır. Buradan hareketle, AOSM’ni düşürdüğü için firmanın devamlı borçlanabileceği gibi bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Bu ise gerçekçi durumu yansıtmamaktadır (Türko, 2002: 500).

Grafik 2: Net Gelir Yaklaşımı



Kaynak: Keown and diğerleri, 2001: 522-523

Net Gelir yaklaşımına göre, yabancı kaynak maliyeti ile özsermaye maliyeti arasındaki fark ne kadar fazla ve toplam kaynak içinde yabancı kaynak oranı ne kadar yüksekse, firmanın piyasa değeri de o kadar fazladır. Bu yaklaşımda yabancı kaynak kullanımının firmanın finansal riskini artıracacağı ve bunun sonucunda ilave borçlanmanın maliyeti yükselteceği, ayrıca hissedarların da daha yüksek bir getiri beklemesi sonucu özsermaye maliyetinin de artacağı göz ardı edilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2008: 279).

2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

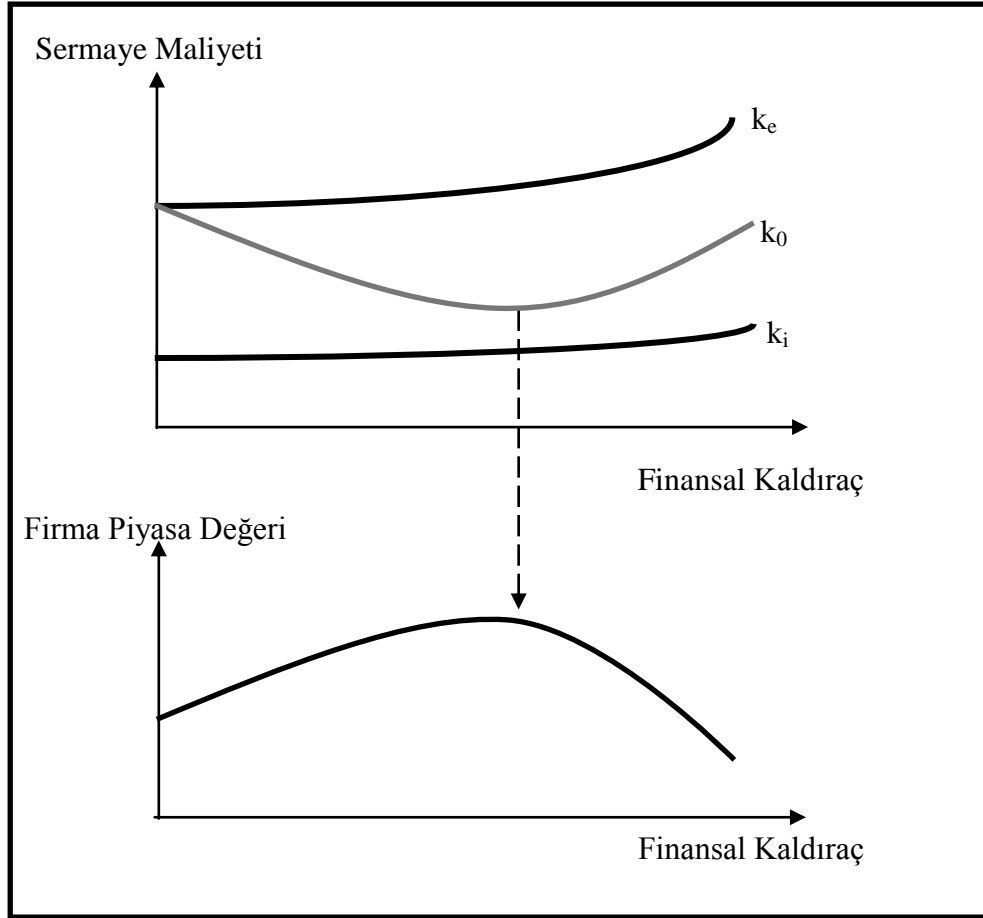
Geleneksel yaklaşım Net Gelir ve Net Faaliyet Geliri yaklaşımının ortasında yer almaktadır, bu sebeple bu yaklaşıma makul yaklaşım da denilmektedir. Firmanın kullandığı finansal kaldıraç düzeyi ile firmanın piyasa değeri ve AOSM arasında bir ilişki vardır. Başka bir ifadeyle, firma sermaye yapısını değiştirerek AOSM'ni düşürebilir ve

piyasa değerini yükseltebilir (Paramasivan ve Subramanian, 2008: 51). Ancak Geleneksel yaklaşıma göre firma değerinin maksimum ve AOSM'nin minimum olduğu tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firma optimal sermaye yapısına kadar finansal kaldıraçtan yararlanarak firmanın piyasa değerini yükseltebilir (Van Horne, 2001: 254). Grafik 3'te görüldüğü üzere, optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borç kullanmaya devam edilirse, firmanın piyasa değeri artan AOSM nedeniyle azalmaya başlayacaktır.

Geleneksel yaklaşıma göre, firma açısından zsermayenin maliyeti borçlanmanın maliyetinden daha yüksektir. Bunun nedeni yabancı kaynak için ödenen faizler vergi matrahından düşülmekte ve bu da vergi tasarrufu sağlamaktadır. Ayrıca hissedarlara göre, firmaya konan sermaye daha risklidir, bu nedenle hissedarlar normal faiz oranının üzerinde bir kar payı isteyecektir (Türko, 2002: 500). Bu görüşe göre, borç kullanımının giderek artmasıyla firma daha riskli hale gelecektir ve belli bir seviyeden sonra firmaya borç verenler daha yüksek bir faiz isteyeceklerdir. Dolayısıyla yabancı kaynağın maliyeti artmaya başlayacaktır. Firmanın riski arttığı için yatırımcılar da daha yüksek bir kar payı talep edeceklerdir. Böylece AOSM artmaya başlayacak ve firmanın piyasa değeri düşmeye başlayacaktır (Erdoğan, 1990: 212).

Grafik 3'te görüldüğü üzere, optimal sermaye yapısına kadar, borçlanmanın maliyeti zsermayenin maliyetinden düşük olduğu için sermaye yapısında borçlanmanın oranı artırılarak firmanın piyasa değeri yükseltilebilir. Optimal sermaye yapısı firmanın piyasa değerinin maksimum ve AOSM'nin minimum olduğu sermaye bileşimidir. Ancak bu noktadan sonra borçlanmaya devam edilirse, yabancı kaynağın ve zsermayenin maliyetinin artması sonucu AOSM artmaya ve firmanın piyasa değeri düşmeye başlayacaktır.

Grafik 3: Geleneksel Yaklaşım



Kaynak: Brigham ve Houston, 2001: 622; Van Horne, 1998: 255

2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

2.2.1. Modigliani- Miller Yaklaşımı

1958 yılına kadar sermaye yapısı teorileri istatistiksel modellerle test edilmeyen, sadece tanımsal savları içermekteydi. Franco Modigliani ve Merton Miller'in 1958 yılında yayımladıkları makale finans dünyasını önemli ölçüde etkilemiştir. Modigliani-Miller (MM) yaklaşımı, 1958'de Geleneksel yaklaşıma karşı bir görüş olarak ortaya çıkmış ve sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile paralel bir görüş savunmuştur. Bu yaklaşıma göre, firmanın AOSM tüm sermaye bileşimlerinde aynıdır ve sermaye yapısı AOSM'ni etkilememektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 456).

MM yaklaşımına göre, firmaların optimal bir sermaye yapısı yoktur. Firmalar risklilik durumlarına göre gruplara ayrılmaktadır ve aynı risk grubundaki firmalardan net faaliyet gelirleri birbirine eşit olanların sermaye maliyetleri birbirine eşittir ve aynı firma değerine sahiptir. MM yaklaşımında, aynı risk grubundaki bir firmanın, benzer net faaliyet gelirine sahip bir firmaya göre sermaye yapısını değiştirerek firma değerini etkileyemeyeceği ifade edilmektedir. Ancak MM yaklaşımı bazı varsayımlara dayanmaktadır ve bu varsayımların gerçek hayata uyarlanması oldukça zordur (Sayman, 2012: 14).

MM yaklaşımının dayandığı varsayımlar şunlardır (Burca, 2008: 16; Sayman, 2012: 15; Türko, 2002: 505):

1. Sermaye piyasaları tam rekabet koşulları altında çalışmakta olup mükemmel bir şekilde işlemektedir. Piyasaya ilişkin bilgiler hiçbir gidere katlanılmaksızın kolayca sağlanmakta, piyasadaki işlemler için de ayrıca bir ödemede bulunulmamaktadır. Menkul kıymetler istendiği gibi firmalarda küçük parçalara ayrılabilen ve yatırımcı rasyonel davranmaktadır.
2. Firmaların gelecek dönemlerde elde edeceklerini tahmin ettikleri faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları ile aynıdır.
3. Firmalar “eş risk gruplarına” ayrılabilir. Aynı gruba giren firmaların firma riski, yani beklenen kazancı elde edememe olasılığı, aynıdır.
4. Gelir üzerinden alınan vergiler modele dahil edilmemiştir. Ancak bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.
5. Yatırımcılar firmaların gelecekteki getirileri ile ilgili olarak homojen beklentilere sahiptir.
6. Yatırımcılar firmalarla aynı koşullarda borç alıp verebilmektedir.
7. Gelecekteki nakit akımlarında bir büyüme söz konusu değildir.
8. İflas maliyetleri yoktur.
9. Bilgi asimetrisi yoktur.
10. Temsilcilik maliyeti yoktur. Yöneticiler hisse senedi sahiplerinin karlarını maksimum yapmaya çalışmaktadır.

MM yaklaşımında, öncelikle kişisel gelir ve kurumlar vergisini ihmal ederek finansal kaldıraç ile firma değeri arasındaki ilişki analiz edilmiş ve üç önemli öneri geliştirilmiştir. MM yaklaşımın üç önemli öneri ise;

Öneri I: Herhangi bir firmanın piyasa değeri ve AOSM sermaye yapısından bağımsızdır ve firmanın piyasa değeri firmanın beklenen getirilerinin, firmanın içinde bulunduğu risk sınıfına ait iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmesi ile bulunur (Modigliani ve Miller, 1958: 268).

MM yaklaşımının bu varsayımına göre, firmanın kullandığı kaldıraç düzeyi ne olursa olsun AOSM değişmeyecektir ve bunun üzerinden hesaplanan piyasa değeri de değişmeyecektir.

MM yaklaşımına göre aynı risk grubundaki firmaların piyasa değeri, beklenen faaliyet gelirlerinin veya faaliyet karının, AOSM'sine oranlanması ile hesaplanmaktadır. MM yaklaşımında vergi ihmal edildiği için, firmanın piyasa değeri sabittir ve kaldıraçlı olup olmamasından bağımsızdır. Ayrıca bir firmanın AOSM sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Borç kaynak kullanan bir firmanın AOSM ile hiç kullanmayan firmanın özsermaye maliyeti birbirine eşittir. Dolayısıyla borçla ile finansman sağlayan firma ile hiç borçlanmayan firmaların piyasa değerleri aynı olacaktır (Sayman, 2012: 15).

MM, varsayımları gereği aynı risk kategorisine giren ve faaliyet geliri aynı olan firmaların piyasa değerlerinin eşit olmasını piyasadaki arbitraj olanağına dayandırmaktadır. Firmanın daha uygun maliyetle borçlanıp piyasa değerini artırması durumunda, hissedarları portföylerini güncelleyerek bu firmanın hisse senetlerini portföylerinden çıkartırlar ve aynı faaliyet geliri sağlayan ve riski daha düşük olan firmaların hisse senetlerine yatırım yaparlar. Sermaye piyasası tam rekabet koşulları altında işlediği varsayıldığı için yatırımcılar bu işlem karşılığında herhangi bir maliyete katlanmamaktadır. Dolayısıyla finansal riski az olan firmaların hisse senetlerinde de bir artış meydana gelecektir ve firmaların piyasa değerleri eşitlenecektir. Sonuç olarak yatırımcılar, portföylerinde bulunan hisse senetlerini, kendi avantajları doğrultusunda hiçbir maliyete katlanmadan düzenleyebilmektedirler. Bu nedenle aynı risk grubunda bulunan ve faaliyet karları eşit

olan firmaların, sermaye yapılarını değiştirerek piyasa değerlerini artırmaları mümkün değildir (Türko, 2002: 506).

Öneri II: Hisse senedinin beklenen getirisi, firmanın içinde bulunduğu risk sınıfına ait iskonto oranı ile finansal kaldıraç oranındaki artışa eşit olan finansal risk priminin toplamına eşittir (Modigliani ve Miller, 1958: 271).

Bir firma borçlanma ile finansman seçeneğini tercih ettiğinde, firmanın finansal riski de yükselecektir ve hissedarlar artan bu riski karşılayacak ölçüde daha yüksek bir getiri oranı talep edeceklerdir. Dolayısıyla firmanın özsermaye maliyeti artacak ve ucuz olan borçlanma ile AOSM üzerinde sağlanan olumlu etki, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkacaktır (Akgüç, 1998: 497).

Öneri III: Firmada yatırım kararının alınması, firmanın finansmanında kullanılan menkul kıymetin türünden tamamen bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958: 288).

Bu öneriye göre, yatırım kararı alınırken kullanılacak iskonto oranı veya yatırım kararları için öngörülen asgari karlılık oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır. MM, yatırım kararları finansman kararlarından tamamen ayrıdır ve yatırım projesi nasıl finanse edilirse edilsin, bunun yatırım kararı üzerinde etkili olmayacağını ifade etmektedir (Akgüç, 1998: 497-498).

MM, bu yaklaşımları ile Nobel ödülü almıştır. Ancak yaklaşım ortaya atıldığından beri finans çevrelerinde tartışılmakta ve bazı açılardan eleştirilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2008: 286). MM yaklaşımına karşı ileri sürülen eleştiriler ise (Akgüç, 1998: 498-499; Türko, 2002: 507):

- Sermaye piyasalarında tam rekabet şartlarının tümüyle geçerli olduğu söylenemez. Hisse senetleri ile ilgili bilgilere hiçbir gidere katlanmadan erişmek mümkün olmadığı gibi alım satım işlemlerinin de bir maliyeti vardır. Bu nedenle sermaye piyasalarındaki arbitraj imkanı sınırlanmaktadır.
- Ayrıca sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen kurumlarla ilgili faktörlerden de söz edilebilir. Sermaye piyasasına önemli ölçüde kaynak

sağlayan tasarruf kurumları derhal arbitraj işlemine girişemez. Bu tasarruf kurumlarının portföyünde arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller vardır.

- Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetlerinin büyük ve küçük firmalar için farklı olmasına neden olur. Bu durum finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın, yararlanmayan veya daha az ölçüde yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açabilir.
- Sermaye piyasalarının etkin olamayışı, kredi maliyetlerinin bireyler için büyük firmalara oranla daha yüksek olmasına yol açar.
- Bir firmanın iflas etme olasılığının yüksekliği ve iflasın gerektireceği maliyetler ve değer kayıpları, yatırımcılar arasında borçlanma oranı yüksek olan firmalara yatırım yapmanın çekiciliğini azaltmaktadır.

2.2.2. Vergi Yaklaşımı

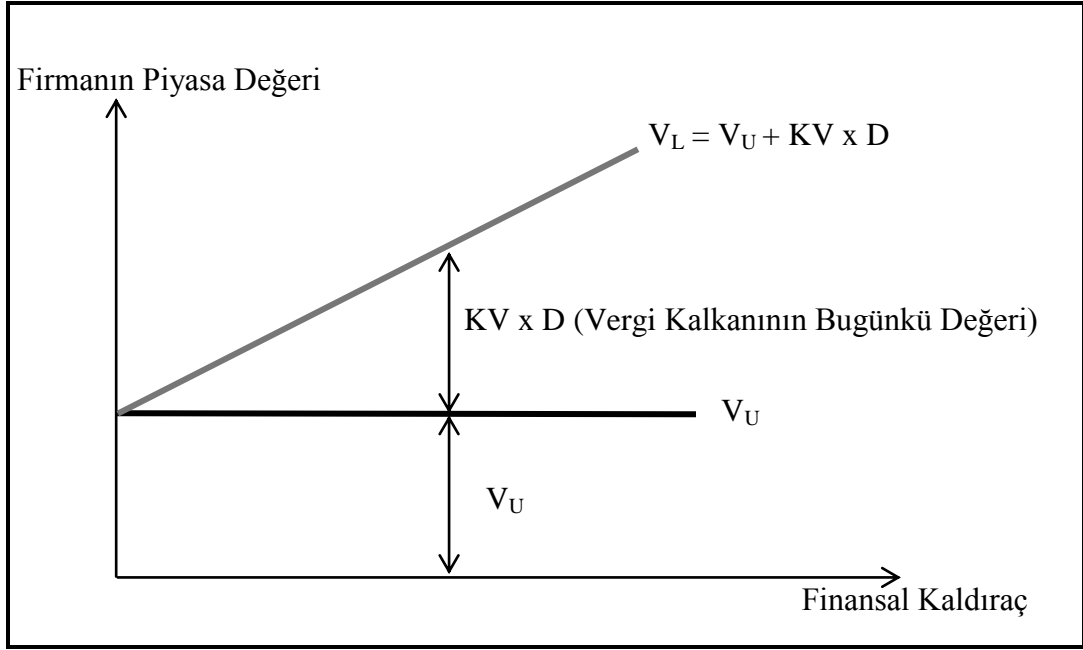
MM (1963), sermaye yapısı üzerine kurumlar vergisini de içeren yeni bir makale yayınlamışlardır. Bu makalede, faiz giderlerinin vergiden düşülen bir kalem olması sebebiyle vergi tasarrufu sağladığı ve borçlanma ile finansmanın firmanın değerini artırdığı ifade edilmiştir. Ancak kar payı ödemelerinde, böyle bir vergi düşürücü etki bulunmamaktadır. Bu da firmayı borçlanma ile finansman konusunda cesaretlendirmektedir. Başka bir ifadeyle, borç için ödenen faiz giderleri firmanın karından düşülmekte ve firmanın ödeyeceği vergi miktarını azaltmaktadır. Böylece firma yatırımcıları için daha fazla nakit akışı sağlamış olmaktadır. Dolayısıyla vergiler firmanın vergiden önceki karını düşürerek firmanın karını bir kalkan gibi korumaktadır (Ehrhardt ve Brigham, 2008: 576). MM kurumlar vergisini de dikkate alarak iki öneri getirmişlerdir.

Öneri I: Vergilerin ihmal edilmediği durumda, kaldıraçlı firmanın değeri (V_L), kaldıraçsız firmanın değeri (V_U) ile faiz nedeniyle oluşan vergi kalkanının bugünkü değerinin ($KV \times D$) toplamına eşit olmaktadır (Jordan ve diğerleri, 2003: 580).

$$V_L = V_U + KV \times D$$

KV = Kurumlar vergisi oranı D = Borçlanma nedeniyle oluşan faiz ödemesi

Grafik 4: Kurumlar Vergisinin Dahil Edildiği MM Yaklaşımına Göre Firma Değeri



Kaynak: Jordan ve diğerleri, 2003: 581

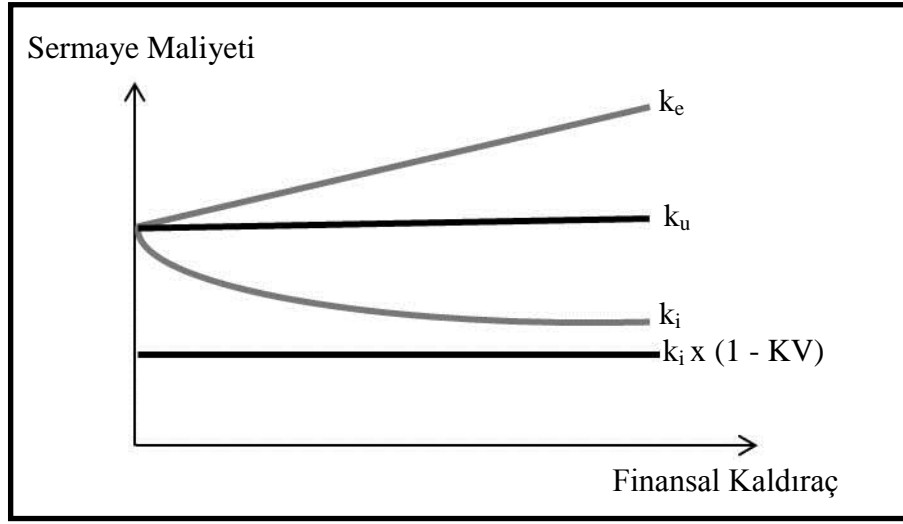
Grafik 4’te görüldüğü üzere, borçlanma ile finansman faiz giderleri oluşturmaktadır ve vergilendirilebilir geliri azalmaktadır. Diğer bir ifade ile, borçlanma ile finansman özsermaye ile finansmandan daha avantajlıdır. Ancak bu durum optimal sermaye yapısını 100% borç ile oluşturmanın daha avantajlı olduğu anlamına gelmektedir ve bu da gerçekçi bir durumu yansıtmamaktadır (Sayman, 2012: 17).

Öner II: Vergiler ile düşünüldüğünde, MM’nin ikinci önerisi AOSM ile ilgilidir. Kaldıraçlı firmanın AOSM (Jordan ve diğerleri, 2003: 582):

$$AOSM_L = AOSM_U + (AOSM_U - k_i) \times (B / E) \times (1 - KV)$$

$AOSM_L$ = Kaldıraçlı firmanın AOSM B = Yabancı kaynağın piyasa değeri
 $AOSM_U$ = Kaldıraçsız firmanın AOSM E = Özsermayenin piyasa değeri
 k_i = Yabancı kaynağın maliyeti KV = Kurumlar vergisi oranı

Grafik 5: Kurumlar Vergisi Dahil Edildiği MM Yaklaşımına Göre AOSM



Kaynak: Ehrhardt ve Brigham, 2008: 583

Grafik 5'te görüldüğü üzere, MM' ye göre kaldıraçlı firmanın AOSM ve kaldıraçsız firmanın AOSM (k_u) arasında bir fark vardır. Bu fark faiz giderleri nedeniyle ortaya çıkan vergi kalkanından kaynaklanmaktadır. Ancak kar payı ödemelerinde böyle bir durum söz konusu değildir. Firmalar borcun bu avantajından dolayı borçlanma ile finansman sağlamayı tercih etmektedirler. Sonuç olarak firmanın kaldıraç düzeyi arttıkça AOSM'si azalmakta ve firmanın piyasa değeri artmaktadır. Buna göre optimal sermaye yapısı tamamen yabancı kaynaklardan oluşan bir sermaye yapısına dönüşecektir (Sayman, 2012: 18-19).

Merton Miller (1977) yayımladığı makalesinde ise, firmaların sermaye yapılarının oluşumunda kurumlar vergisinin yanında hissedarların sermaye kazançları üzerinden ödediği gelir vergisinin de önemli olduğunu ifade etmiştir.

Miller'a göre tahvillerden sağlanan gelir genel olarak faiz gelirdir ve kişisel gelir olarak vergilendirilmektedir. Hisse senetlerinden elde edilen gelir ise kar payı ödemeleri ve sermaye kazançlarından oluşmaktadır. Miller, faiz gelirlerinden sağlanan gelirin hisse senetlerinden sağlanan gelirden daha yüksek oranda vergilendirildiğini ifade etmiştir. Başka bir ifade ile uzun vadeli sermaye kazançları, faiz gelirlerine göre daha düşük oran üzerinden vergilendirilmektedir ve hisse senedi satılıp gelir elde edilinceye kadar vergi

ertelenmektedir. Bu nedenle hisse senedi getirileri daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Bu ise hissedarların firmadan beklediği getiri oranının daha düşük olmasını sağlamaktadır. Diğer taraftan, borçlanma ile finansmanın faiz ödemelerinin vergiden indirilmesi gibi bir avantajı vardır. Ancak hisse senedinden beklenen getiri oranının daha düşük olması sebebiyle firma için hisse senedinden sağlanan gelirin vergi avantajı daha fazla olmaktadır. Bu nedenle özsermaye ile finansman daha avantajlıdır (Brigham ve Houston, 2001: 624; Ehrhardt ve Brigham, 2008: 577).

Miller'a göre tahvil ve hisse senedi gelirleri üzerinden alınan gelir vergisi, kurumlar vergisinin sağladığı vergi kalkının bugünkü değerini düşürecektir. Bu konudaki genel kanı ise, gelir vergisinin, borcun vergi avantajını düşürdüğü ancak tamamen yok etmediği yönündedir. Yatırımcıların kazandıkları faiz getirisi, hissedarların vergi sonrası gelirlerinden fazla ise firmanın borçlanması firmanın piyasa değerini olumlu yönde etkileyecektir (Brigham ve Houston, 2001: 624).

2.2.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı

İlk olarak Jensen ve Meckling'in 1976 yılında yaptığı çalışma ile finans literatürüne giren Temsilci Maliyetleri yaklaşımı, kaynağını yöneticiler ve hissedarlar ile borç verenler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından almaktadır (Dinçergök, 2010: 33). Yaklaşımın temsilcileri Jensen ve Meckling olmakla birlikte Myers (1977), Fama (1980), Senbert, Barnea ve Hawgen (1981) ve Harris ve Raviv (1991) teoriye katkıda bulunmuşlardır (Kabakçı, 2007: 69). Bu yaklaşıma göre, firmanın çıkar gruplarının firmaya yüklediği maliyetler, optimal sermaye yapısını belirlemede etkilidir (Durukan, 1997: 77).

Jensen ve Meckling (1976)'e göre yöneticilerin firmanın %100'üne sahip olması durumunda (veya firmanın halka kapalı olması durumunda) ve hisse senetlerinin bir kısmını dışarıya satması durumundaki (veya firmanın halka açık olması durumunda) davranışlarının birbirinden farklı olduğunu ifade etmektedir. Bunun nedeni ise, yöneticinin firmanın tamamına sahip olmadığı durumda yöneticinin çıkarları ile hissedarların çıkarları farklılaşacaktır. Bu durum yöneticiler ve hissedarlar arasında temsilcilik problemine ve bunun neden olduğu özsermayeye ilişkin temsilcilik maliyetine neden olmaktadır.

Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanan temsil maliyetleri dolaylı ve dolaysız temsil maliyetleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dolaylı temsil maliyetleri bir fırsatın kaybedilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir ve fırsat maliyeti olarak da ifade edilir. Örneğin firmanın piyasa değerine olumlu katkı yapacağı beklenen riskli bir yatırım projesinin hissedarlar tarafından gerçekleştirilmesi istenir. Yöneticiler ise projenin başarısız olması durumunda mevcut işlerini kaybetme korkusuyla riske girmek istemezler. Dolayısıyla yöneticilerin böyle bir karlı yatırım projesini reddetmesi dolaylı temsil maliyetidir. Doğrudan temsil maliyetleri ise yöneticilerin eylemlerinin denetlenmesi ve sınırlandırılması amacıyla hissedarın katlandığı denetim ve gözetim maliyetleri ile ihtiyaç olmadığı halde firmaya lüks bir otomobil alınması gibi yöneticilere fayda sağlayan, ancak hissedarlara maliyet yükleyen çeşitli harcamalardır (Dağlı, 2009: 14).

Temsilcilik maliyetlerini azaltmanın bir yolu, yöneticilerin firmadaki özsermaye sahipliğindeki paylarının artırılmasıdır. Yöneticilerin sermaye payı arttıkça yukarıda sayılan temsilcilik maliyetleri azalacaktır. Temsilci maliyetlerini önlemenin diğer bir yolu da firmanın borç düzeyinin artırılmasıdır. Borçlanma düzeyi yükselince, firmanın nakitlerinin bir kısmı faiz ödemelerine gideceği için yöneticilerin çıkarlarına yönelik yapılacak harcamalar için gerekli olan serbest nakit akımlarını azaltacaktır. Böylece yöneticilerin fazla harcama eğilimleri önlenecektir, çünkü faizlerin ödenmemesi durumunda kendileri de zarar göreceklerdir. Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki bu çıkar çatışmasının azaltılması borcun faydası olarak kabul edilir (Harris ve Raviv, 1991: 300).

Diğer bir çatışma türü ise, hissedarlar ile firma alacaklıları arasında söz konusudur. Firmaya kaynak sağlayanların talep ettikleri getiri sabitken hissedarların firmadan talep ettikleri getiri firma gelirleri ile doğru orantılıdır. Bu nedenle hissedarlar riskli projeleri kabul etme eğilimindedirler. Ancak firma alacaklıları kendi alacaklarını garanti altına almaya çalışırlar ve artan riske karşılık faiz oranını arttırırlar ve anlaşmaya kısıtlayıcı hüküm koyarlar. Firmanın alacaklılarının talep ettikleri faiz oranı izleme giderlerini de kapsamaktadır. Muhtemel izleme maliyetleri ne kadar fazla olursa, faiz oranı dolayısıyla kaynak maliyeti de o kadar yüksek olacaktır. Bu ilave kontrol masrafları, borçlanma nedeniyle oluşan temsilci maliyetidir ve firma değerini olumsuz etkilemektedir. Bu yaklaşıma göre optimal sermaye yapısı, borcun temsilcilik maliyeti ile borcun sağlayacağı

faydanın dengelenmesi sonucunda oluşmaktadır. Başka bir ifade ile optimal sermaye yapısı; yöneticiler, hissedarlar ve firma alacaklıları arasındaki çıkar çatışmasının yol açtığı maliyetlerin minimum, firma değerinin maksimum olduğu sermaye yapısı olarak tanımlanır (Harris ve Raviv, 1991: 301; Van Horne ve Wachowicz, 2008: 460).

2.2.4. Dengeleme Teorisi

MM yaklaşımının varsayımlarından bir tanesi iflas maliyetlerinin olmamasıdır. Ancak gerçek hayatta iflas oldukça maliyetli olabilmektedir. İflas durumundaki firmalar yüksek miktarda yasal ve muhasebe giderlerine katlanmakta, bunun yanında müşterileri, tedarikçileri ve çalışanları ile ciddi sıkıntılar yaşamaktadır. Ayrıca iflas, firmaları sahip oldukları varlıklarını olması gereken değerden daha düşüğüne satmaya zorlamaktadır. İflas etme tehlikesi bile önemli çalışanların kaybedilmesi, firma kredilerinin onaylanmaması veya firmadan istenen faiz oranının artması, müşterilerin finansal yönden daha güçlü firmalara yönelmesi gibi problemlere neden olabilmektedir. İflasla ilgili problemler, firmanın sermaye yapısında borç düzeyi yükseldikçe artmaktadır. Dolayısıyla iflas maliyetleri, firmaların aşırı düzeyde borç kullanımını sınırlamaktadır (Ehrhardt ve Brigham, 2008: 578).

Dengeleme teorisi, MM'nin 1963'te sermaye yapısı üzerine geliştirdikleri modele iflas maliyetlerinin de eklenmesi ile oluşturulmuştur. Dengeleme teorisine göre, borçlanma ile finansmanın maliyeti ve faydaları arasında bir denge kurularak optimal sermaye yapısı belirlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, borçlanma ile sağlanan vergi avantajı ile iflas maliyetleri arasında bir denge kurulmasıyla optimal sermaye yapısı belirlenmektedir. Firma, optimal borç oranına ulaşmak için çeşitli finansal sıkıntı veya iflas maliyetleri ile sağlanan vergi avantajını eşitlemeye çalışır. Firmanın, piyasa değeri maksimum oluncaya kadar borç ve özsermaye dağılımlarını değiştirerek optimal bileşime ulaşmaya çalışmaktadırlar (Sayman, 2012: 5).

Stiglitz (1972), Haugen ve Senbet (1978) ve Diamond (1994) tarafından geliştirilen Dengeleme teorisine göre, firmanın finansal kaldıraç düzeyinin artması, sabit yükümlülükleri (faiz ödemeleri gibi) yerine getirebilme olasılığını düşürerek iflas olasılığını artırmaktadır. Bu nedenle optimal sermaye yapısı belirlenirken, borcun vergi

kalkanı olarak ifade edilen vergi avantajı ile yabancı kaynağın neden olduğu finansal sıkıntının dolaylı ve dolaysız maliyetleri arasında denge kurulması gerekmektedir (Durukan, 1997: 77).

Finansal sıkıntının neden olduğu iflas maliyetleri dolaylı ve dolaysız iflas maliyetleri olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Dolaysız maliyetler, firmanın iflas etmesi durumunda karşılaşılan yasal maliyetlerdir. Avukatların, muhasebecilerin, diğer görevlilerin ücretleri ve iflas durumunda varlıkların ekonomik değerinin altında satılması dolaysız iflas maliyetlerindedir. Dolaylı iflas maliyetler ise, firmanın iflas etme olasılığından kaynaklanan maliyetlerdir. Satışlardaki ve karlardaki düşüşler, müşteri ve tedarikçi ilişkilerinin bozulması, kaliteli işçi ve yöneticilerin kaybı, işçi motivasyonun düşmesi ve bunun sonucunda verim düşüklüğü, karlı yatırım projelerinin ertelenmesi veya reddi, nakit girişlerindeki düzensizlik ise dolaylı iflas maliyetlerindedir (Burca, 2008: 24; Kabakçı, 2007: 68).

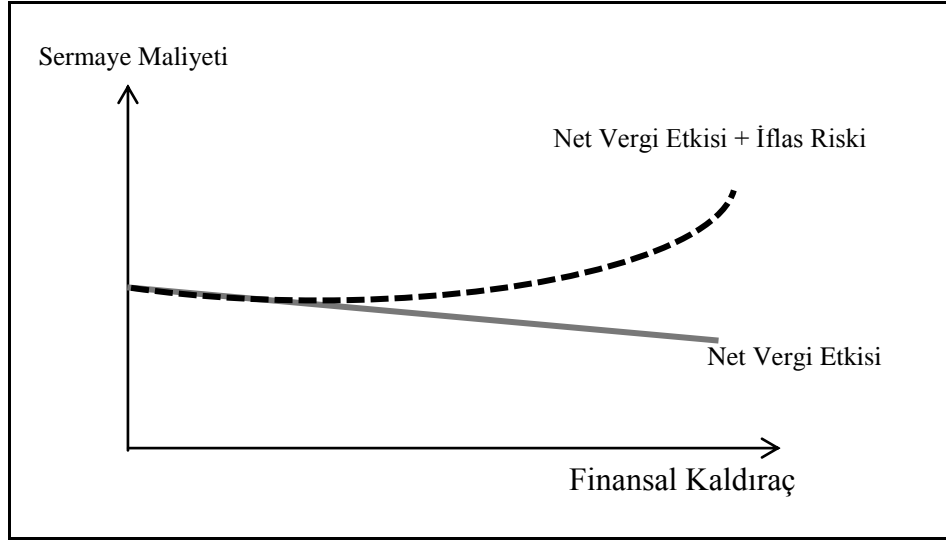
Finansal sıkıntı, borcun yükümlülüklerinin (ana para ve faiz ödemeleri) yerine getirilmesinde güçlüklerle karşılaşılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bazen finansal sıkıntı iflas ile sonuçlanmaktadır. Bu nedenle yatırımcıların kaldıraçlı firmaların finansal sıkıntı yaşama ihtimalini göz önünde bulundurmaktadır ve bu da firmaların piyasa değerlerini etkilemektedir (Brealey ve diğerleri, 2006: 476). Dengeleme teorisine göre kaldıraçlı firmanın piyasa (V_L) değeri, kaldıraçsız firmanın piyasa değeri (V_U) ile kaldıraçlı firmanın sağladığı vergi kalkanının bugünkü değerinin ($KV \times D$) toplamından iflas maliyetlerinin bugünkü değerinin düşülmesi ile hesaplanmaktadır (Ehrhardt ve Brigham, 2008: 578).

$$V_L = V_U + \text{Vergi Kalkanının Bugünkü Değeri} - \text{İflas Maliyetlerinin Bugünkü Değeri}$$

Yukarıdaki eşitlikte görüldüğü üzere, iflas maliyetleri firmanın mevcut piyasa değerini düşüren ve sermaye maliyetini artıran bir unsurdur. İflas maliyetleri, hisse senedi sahiplerini etkilediği kadar sabit getirili menkul kıymet yatırımcılarını da etkilemektedir. Finansal sıkıntı yaşayan firmaların, borcu ödeyememe ihtimali daha yüksektir. Bu nedenle, finansal sıkıntı ihtimali arttıkça sabit getirili menkul kıymet yatırımcılarının firmadan beklediği getiri de artmaktadır. Dolayısıyla borcun maliyeti, finansal sıkıntı ihtimali

arttıkça yükselmektedir. Sonuç olarak, artan borç maliyeti ile birlikte AOSM de artmakta ve firmanın piyasa değeri düşmektedir (Sayman, 2012: 24).

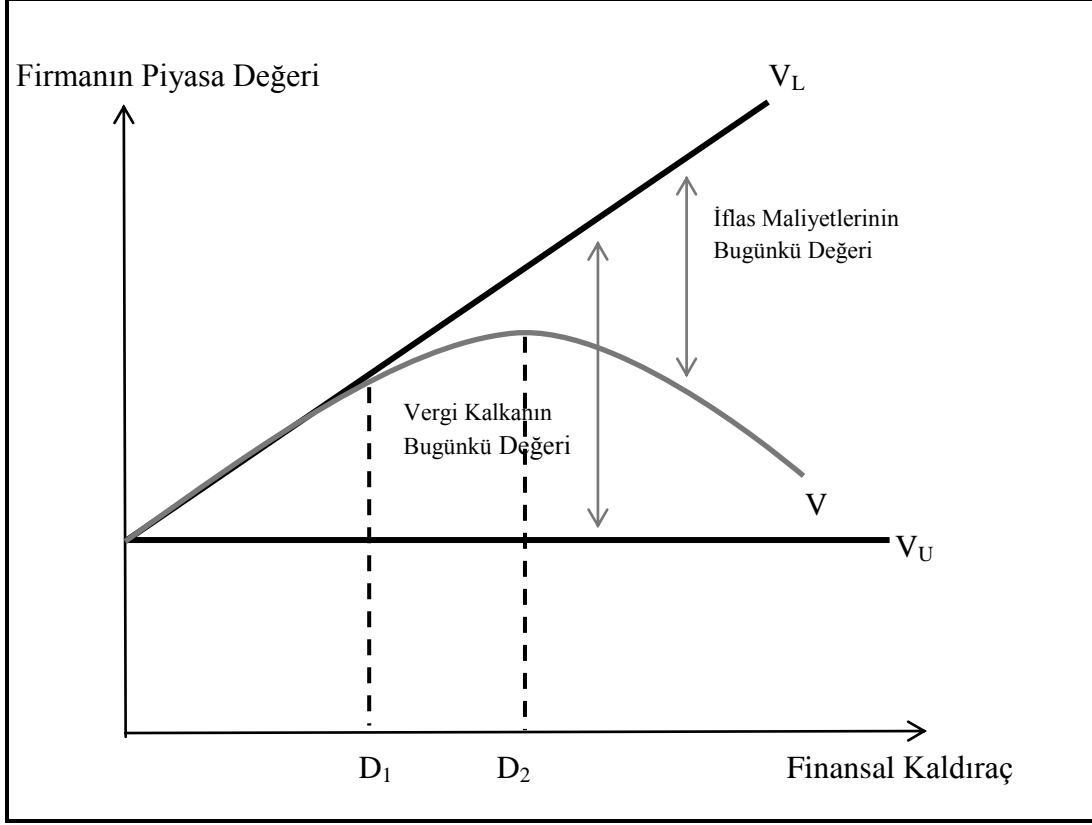
Grafik 6: Dengeleme Teorisine Göre Sermaye Maliyetinin Hareketi



Kaynak: Van Horne ve Wachowicz, 2008: 464

Grafik 6'da görüldüğü üzere, borçlanma ile finansmanın vergi avantajı sebebiyle AOSM'ni düşürmektedir. Artan borç kullanımı ile firmanın sağladığı vergi kalkınının bugünkü değeri de artmaktadır. Borçlanma ile firmanın finansal riski de yükseldiği için iflas maliyetlerinin bugünkü değeri de yükselmektedir. Belli bir noktaya kadar (optimal sermaye yapısı) iflas maliyetlerinin önemli bir etkisi yoktur. Ancak optimal sermaye yapısında, ilave her bir birim borç kaynağın sağlayacağı vergi avantajı, ilave borçlanmaya bağlı artan iflas maliyetine eşittir. Bu noktadan sonra iflas maliyetleri vergi avantajını geçecektir. Dolayısıyla bu noktadan sonra, kullanılan ek borç kaynağın AOSM üzerindeki olumlu etkisi tersine dönmekte ve firmanın AOSM artmaya ve piyasa değeri düşmeye başlamaktadır (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 463-464).

Grafik 7: Dengeleme Teorisine Göre Finansal Kaldıracın Piyasa Değeri Üzerine Etkisi



Kaynak: Ehrhardt ve Brigham, 2008: 579

Grafik 7’de görüldüğü üzere, hiç borç kaynak kullanmayan firmanın piyasa değeri (V_U) sabit olarak kalacaktır. MM’nin vergileri de dikkate alarak geliştirdikleri ikinci modele göre ise, firmanın piyasa değeri borçlanmaya paralel olarak artacaktır. Dolayısıyla firmanın piyasa değeri yüzde yüz yabancı kaynak kullanılırsa maksimum olacaktır. Grafik 7’de görüldüğü üzere, D_1 noktasına kadar, V ve V_L çakışık durumdadır. Başka bir ifade ile, iflas maliyetleri D_1 noktasına kadar oldukça düşüktür ve firma değerini etkilememektedir. D_1 noktasından sonra, iflas maliyetleri hızlı bir şekilde artmakta ve borçlanmanın sağladığı vergi avantajı hızla azalmaktadır. Ancak D_1 ’den D_2 ’ye kadar olan kısımda, iflas maliyetleri vergi avantajını tam olarak ortadan kaldıramamakta, dolayısıyla firmanın piyasa değeri azalan oranda artmaya devam etmektedir. D_2 noktasından sonra, iflas maliyetleri vergi avantajını ortadan kaldırmakta ve bu noktadan sonra yabancı kaynak kullanmaya devam eden firmanın piyasa değeri azalmaya başlayacaktır. Dolayısıyla D_2 noktası, firmanın

optimal sermaye yapısını göstermektedir. D_1 ve D_2 noktaları firmaların finansal risk ve faaliyet risk düzeylerine bağlı olarak firmadan firmaya değişecektir (Ehrhardt ve Brigham, 2008: 578).

Dengeleme teorisine göre, hedef yabancı kaynak oranı firmadan firmaya değişebilmektedir. Vergilendirilebilir geliri fazla, güvenli ve duran varlığı yoğun olan firmaların hedef borçlanma oranı yüksekken; karlılığı az, riskli ve maddi olmayan varlıkları olan firmalarda ise hedef borçlanma oranı düşüktür. Bu firmalar finansmanlarını daha çok özsermaye ile karşılarlar (Myers ve diğerleri, 1995: 400).

Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Büyük firmalar, borç piyasalarında daha güvenilirdir ve borçlanma maliyetleri de daha düşüktür. Dolayısıyla Dengeleme teorisine göre, büyük firmalar riski daha iyi dağıttıkları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için daha fazla borç kaynak kullanmaktadırlar. Rajan ve Zingales (1995), Jaggi ve Gül (1999), Bhaduri (2002) ve Bunn (2005) konuyla ilgili çalışmalarında kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğunu belirlemişlerdir (Karadeniz, 2008: 29).

Dengeleme teorisinin yüksek karlı firmaların vergi avantajından yararlanmak için daha yüksek bir kaldıraç düzeyini tercih edeceği öngörüsü gerçek hayat ile örtüşmemektedir. Gerçek hayatta bazı yüksek karlı firmaların, genellikle daha düşük kaldıraç düzeyine sahip olmalarını, Dengeleme teorisi açıklayamamaktadır (Myers ve diğerleri, 1995: 400).

2.2.5. Sinyal Teorisi

MM yaklaşımının varsayımlarından bir tanesi firmanın yatırımcılarının ve yöneticilerinin firma hakkında aynı bilgiye sahip olduğudur ve bu durum simetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır. Ancak gerçek hayatta firmanın yöneticileri firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir. Bu durum asimetrik bilgi olarak ifade edilir ve firmanın optimal sermaye yapısını etkilemektedir (Brigham ve Houston, 2001: 627).

Asimetrik bilgiye dayalı sermaye yapısı teorileriyle ilgili ilk çalışmalar Ross (1977) ve Leland ve Pyle (1977)'in çalışmalarıdır. Ross (1977), firma yöneticilerinin firmanın kazancının nasıl ve nerelere dağıtılacağını bilmelerine rağmen yatırımcıların bunları bilmediklerini ifade etmiştir. Ross (1977)'a göre firma yöneticileri ile firma dışı yatırımcılar arasında asimetrik bilginin söz konusu olması nedeniyle firmaların uyguladığı finansman politikaları yatırımcılara bir sinyal vermektedir. Bu durum, Ross'un 1977'de hazırladığı çalışmada 'Sinyal Teorisi' olarak ifade edilmiştir ve asimetrik bilginin olduğu durumda firmanın kaldıraç düzeyinin artması firmanın kalitesinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir (Harris ve Raviv, 1991: 306-311; Ross, 1977).

Finansman kararları, firma yöneticileri ile firma dışı yatırımcıların asimetrik bilgiye sahip olmasından önemli ölçüde etkilenmektedir. Asimetrik bilgi varsayımı altında yatırımcılar tarafından borçlanma olumlu, ancak hisse senedi ihracı olumsuz bir sinyal olarak düşünülmektedir. Ross (1977) asimetrik bilginin olması durumunda firmanın borçlanabilmesini, finansal performans yönünden kalitesinin yüksekliğinin bir işareti olduğunu vurgulamışlardır. Düşük kaliteli firmaların herhangi bir borç düzeyi için beledikleri marjinal iflas maliyetleri daha fazladır. Bu nedenle, düşük kaliteli firmaların daha fazla borçlanarak yüksek kaliteli firmaları taklit etmesi söz konusu değildir. Ross (1977)'un en önemli ampirik bulgusu kaldıraç ve firma değeri veya karlılık arasında pozitif ilişki olmasıdır. Benzer şekilde Leland ve Pyle (1977) de borçlanabilen firmaların yüksek kaliteli firmalar olduğunu, çünkü yüksek oranda hisse senediyle finanse edilen firma yöneticileri riskli projelere girmekten kaçındığını ifade etmiştir. Bu firmaların yöneticileri yeni hisse senedi çıkarmak yoluyla finansman sağlayarak yükselen kaldıraç oranının etkinliğini attırabildikleri vurgulanmıştır (Umutlu, 2008: 15).

Sinyal teorisine göre firma yöneticileri, kendi çıkarlarını maksimize edecek bir sermaye yapısı belirlemektedirler. Firma, pozitif beklentileri olan bir yatırım için finansman arıyorsa, hisse senedi ihraç etmek yerine borçlanmayı tercih edecektir. Çünkü hisse senedi ihracı ile firmaya yeni hissedarlar alınmaktadır, dolayısıyla ileride sağlanacak kardan yeni hissedarlar da pay alacaklardır. Ancak hem yöneticiler hem de mevcut hissedarlar, yatırım karını, yeni hissedarlarla paylaşmak istemezler. Bu nedenle, pozitif beklentili projelerin finansmanında özsermaye yerine borç kaynak kullanılmaktadır. Benzer şekilde, firma negatif beklentili bir yatırım yapacaksa, bunun finansmanında zarara

ortak olmaları için borçlanma yerine hisse senedi ihracı ile yeni hissedarlar almayı tercih edeceklerdir. Yatırım hakkında yöneticiler kadar bilgi sahibi olmayan firma dışı yatırımcılar da, kullanılan finansman yöntemine bakarak yatırım beklentileri hakkında yorum yapmaktadır. Hisse senedi ihracı hakkında bir duyuru yatırımcılar tarafından, firmanın yatırımdan çok iyi beklentileri olmadığı ve bu nedenle hissedar aradığı olarak algılanacaktır. Ancak firma borçlanma yolunu seçiyorsa, bu yatırımcılar tarafından, firma için işlerin yolunda gittiği ve yatırımdan pozitif beklentisi olduğu şeklinde yorumlanır. Bu nedenle firmalar, gelecekteki karlı yatırımlarda hisse senedi ihracına ihtiyaç duymamak için yatırımın söz konusu olmadığı normal zamanlarda özsermaye yoğun bir sermaye yapısına sahip olmalıdır (Brigham ve Houston, 2001: 627-628; Ehrhardt ve Brigham, 2008: 579-580).

Özetlemek gerekirse, sinyal teorisine göre yeni yatırım projelerinin borçlanma ile finanse edilmesi piyasaya iyi bir sinyal vermektedir, aksine hisse senedi ihracı firma dışı yatırımcılar tarafından kötü bir sinyal olarak algılanmaktadır ve firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinde düşüşe neden olmaktadır. Yüksek değere sahip olan firmalar yeni yatırımlar için finansman ihtiyacını borçlanarak finanse etmektedir ve piyasaya iyi bir sinyal göndererek hisse senetlerinin değerlerini yükseltmektedir. Başarılı firmaların gerçek durumlarını yansıtmak için piyasaya gönderilen bu sinyaller başarısız firmalarca taklit edilemeyecektir, çünkü başarısız firmaların bu borcu ödemek için yeterli güçleri yoktur. Bu nedenle yeni yatırım projelerinin finansmanında hisse senedi ihraç etmektedirler (Ehrhardt ve Brigham, 2008: 579-580).

2.2.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman Hiyerarşisi teorisi asimetrik bilgi kavramı üzerine kurulmuş diğer bir yaklaşımdır. Myers ve Majluf (1984) çalışmalarında, yöneticilerin firmanın gerçek değerini daha iyi bildiklerini ve rasyonel davrandıklarını farz ederek yatırım kararlarını daha geniş bir şekilde modellemişlerdir. Eğer firma dışı yatırımcılar mevcut hissedarlardan ve yöneticilerden daha az bilgi sahibi ise asimetrik bilgi vardır ve bu asimetrik bilgi de hisse senetlerinin piyasa da yanlış fiyatlanmasına neden olmaktadır (Umutlu, 2008: 15). Eğer firma yeni yatırımlar için hisse senedi ihraç ederek ilave kaynak bulmak durumundaysa, düşük fiyatlama nedeniyle mevcut hissedarlar net bir zararla

karşılaşacaktır. Dolayısıyla yatırımın net bugünkü değeri pozitif dahi olsa kabul edilmeyecektir. Bu problem, yeni yatırım projesinin piyasa tarafından düşük değeriyle menkul kıymetlerle finanse edilmesi ile engellenebilir. Örneğin iç fonlar ve düşük riskli borçlar düşük değerlendirme sorunu içermediği için yeni yatırım projesinin finansmanında özsermaye tercih edilecektir. Asimetrik bilgi üzerine kurulan bu durum finansman hiyerarşisi teorisi olarak Myers (1984) tarafından literatüre kazandırılmıştır (Karadeniz, 2008: 32).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre firmanın iç kaynaklar ve dış kaynaklar olmak üzere iki temel finansman kaynağı bulunmaktadır. Asimetrik bilgi maliyetleri nedeniyle sermaye yapıları bir hiyerarşiye göre oluşturulmaktadır. İç kaynaklar hiyerarşide ilk sırada, dış kaynaklar ise ikinci sırada yer almaktadır. Firma yöneticileri yatırımların finansmanında öncelikle asimetrik bilgi maliyeti içermeyen dağıtılmayan karlar gibi iç kaynakları tercih etmektedir. İç kaynakların yetersiz kalması durumunda asimetrik bilgi maliyeti daha az olduğu için dış kaynaklardan borçlanma tercih edilmektedir. Bunun sebebi, borçlanma firma dışı yatırımcılar için kötü bir sinyal değildir ve firmanın hisse senetlerinin düşük değerlendirilmesine neden olmamaktadır. Hiyerarşinin en sonunda ise asimetrik bilgi maliyetleri en fazla olan hisse senedi ihracı yer almaktadır. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre firmanın hisse senedi ihracı ile finansman sağlanması durumunda, bunun firma dışı yatırımcılar tarafından kötü bir sinyal olması nedeniyle firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri düşecektir (Brealey ve diğerleri, 2006: 490; Quiry ve diğerleri, 2009: 701-702).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre, kaynaklar arasında seçim yapılırken belli bir sıranın takip edilmesinin ilk nedeni asimetrik bilgi maliyetleridir. Firmaları, finansman hiyerarşisi politikası izlemeye yönelten ikinci neden ise esneklik ve kontroldür. Yöneticiler esneklik ve kontrole büyük önem vermektedirler. Ancak, dış finansman firmanın gelecekteki finansman esnekliğini ve yönetimin firma üzerindeki kontrol gücünün azalmasına neden olacaktır. Dolayısıyla finansman ihtiyacının karşılanmasında öncelikle dağıtılmamış karlar gibi iç kaynakları tercih edilmektedir (Dağlı, 2001: 420; Damodaran, 1999: 248).

Finansal Hiyerarşi teorisinin işleyişini Myers şu şekilde açıklamıştır (Brealey ve diğerleri, 2006: 492-493; Myers, 1984: 581):

- Firmalar finansmanda öncelikle iç kaynakları tercih etmektedir.
- Firma yöneticileri, kar paylarındaki ani değişimlerden kaçınmak için, kar payı dağıtım politikalarını gelecekteki yatırım fırsatlarına göre belirlemektedir.
- Düzenli kar payı dağıtım politikaları bulunan firmaların, karlılık ve yatırım fırsatlarında meydana gelen beklenmeyen dalgalanmalar içerden sağlanan nakit akışlarının yatırım harcamalarından bazen fazla bazen az olmasına neden olmaktadır. Eğer iç kaynaklar yatırım harcamasından az ise, firma önce döner varlıklarındaki menkul kıymetleri kullanılır. Eğer fazla ise, borçların ödenmesinde kullanılır.
- Eğer dış kaynak kullanımı gerekliyse firma öncelikle en güvenilir menkul kıymetlerini piyasa sunmaktadır, diğer bir ifadeyle borçlanma ile finansmanı tercih etmektedir. Daha sonra hisse senedine dönüştürülebilir tahvil gibi karma nitelikli menkul kıymetler ve en son çare olarak da hisse senedi ihraç etmektedir. Dolayısıyla önceden belirlenmiş hedef bir borç/özsermaye oranı yoktur.

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre hedef bir borç/özsermaye oranı yoktur, çünkü firmaların iç kaynak ve dış kaynak olmak üzere iki tür finansman kaynağı vardır ve iç kaynak hiyerarşinin tepesinde, dış kaynak ise altındadır. Firmaların borç/özsermaye oranı firmanın kümülatif dış kaynak gereksinimini gösterir (Brealey ve diğerleri, 2006: 493; Dağlı, 2001: 420).

Bu teori, Dengeleme teorisinin yüksek karlılığa sahip firmaların neden daha az borçlandığı sorununa açıklık getirmiştir. Yüksek karlılığa sahip firmalar finansman ihtiyacını iç kaynaklardan sağladıkları için dış kaynağa ihtiyaç duymamaktadır. Karlılık oranı düşük firmalar ise yeterli iç kaynağa sahip olmadıkları için dış finansmana ihtiyaç duyarlar ve bu ihtiyacı da dış kaynakların ilk basamağında yer alan borçlanma ile karşılamaktadır (Brealey ve diğerleri, 1995: 401). Finansman Hiyerarşisi teorisi Dengeleme teorisinin alternatifi olarak görülmekte ve bu iki teori sermaye yapısı

kararlarında birbirinden farklı konulara açıklık getiren iki önemli sermaye yapısı teorisi olarak kabul edilmektedir.

2.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Piyasa Zamanlaması teorisi ilk defa Baker ve Wurgler (2002)'in yaptıkları çalışmada adlandırılmıştır (Umutlu, 2008: 21). Piyasa Zamanlaması teorisine göre, firmalar borç ve özsermaye piyasalarındaki koşullara bakarak finansman kararı alırlar. Dolayısıyla firmalar, hisse senedi maliyeti düşükken hisse senedi, borcun maliyeti düşükken borç ihraç etmektedir (Huang ve Ritter, 2005: 2).

MM (1958)'nin geliştirdiği teoriye göre etkin ve bütünleşmiş sermaye piyasalarında farklı finansman kaynaklarının maliyeti değişmemektedir. Bu nedenle, finansman kaynakları olan borç ve özsermaye arasında yapılan seçimden bir gelir sağlanamamaktadır. Ancak piyasa zamanlaması teorisine göre, firmalar hisse senetlerini fiyatlar yüksek iken satmakta ve düşük fiyatlardan geri satın almaktadır. Burada amaç, özsermaye maliyetindeki diğer kaynak maliyetlerine göre oluşmuş olan geçici dalgalanmalardan faydalanmaktır (Baker ve Wurgler, 2002: 1).

Piyasa Zamanlaması teorisine göre, firmaların sermaye yapısı, hisse senedi piyasası zamanlaması için geçmişte yapılan girişimlerin kümülatif sonucu olarak gelişmektedir ve söz konusu teoriye göre optimal bir sermaye yapısı yoktur. Baker ve Wurgler (2002) piyasa zamanlaması teorisini iki açıdan açıklamıştır. Birinci yaklaşıma göre, firma yöneticileri ve yatırımcılar piyasalarda işlem yaparken ve karar alırken rasyonel davranmaktadır, ancak finansal piyasalardaki asimetrik bilgi ters seçime neden olmaktadır. Ve ters seçimin derecesi firmalar arasında ve zamana göre değişmektedir. İkinci yaklaşıma göre ise, yatırımcılar rasyonel değildir ve yöneticiler özsermaye maliyeti düşük olduğu zamanlarda hisse senedi ihracı yoluyla piyasa zamanlaması yapmaktadırlar (Baker ve Wurgler, 2002: 27). Borç piyasa zamanlaması ise iki şekilde olmaktadır. Birincisi, faiz oranları yükselmeye başlamadan önce borç ihraç etmektir. İkincisi, geçmişe göre faiz oranları düştüğünde borç ihraç etmektir (Barry ve diğerleri, 2005: 2-3).

Özetlemek gerekirse Piyasa Zamanlaması teorisine göre firmalar, hisse senedi ihracı yoluyla finansmanın maliyeti alternatif finansman kaynaklarının maliyetine kıyasla düşükse, hisse senedi ihracı yoluyla finansmanı tercih edeceklerdir. Ancak borçlanma ile finansmanın maliyeti alternatif finansman kaynaklarının maliyetine kıyasla düşükse, borç ihracı ile finansman tercih edilecektir. Dolayısıyla firmalar, hisse senetlerinin fiyatları yükselince hisse senedi ihracını, düşükse hisse senetlerinin geri alınması yoluyla sermaye yapılarını oluşturmaktadır. Ancak borçlanma ile finansmanın maliyetinin daha düşük olduğu durumda, borçlanmayı temsil eden bir menkul kıymet ihraç edilecektir. Söz konusu menkul kıymetlerin değeri yükselince yeni menkul kıymet ihracını, değeri düşünce bu menkul kıymetlerin geri alım yapılması yoluyla sermaye yapısı oluşturulacaktır (Barry ve diğerleri, 2005: 1-3; Huang ve Ritter, 2005: 2).

2.3. Literatür Taraması

Sermaye yapısı, finans literatüründe en çok tartışılan ve araştırılan konulardan biridir. Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması ve sermaye yapısı teorilerinin firmaların sermaye yapılarını açıklama kabiliyetinin belirlenmesi bu çalışmaların konularını oluşturmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde önce firmaların sermaye yapısı ile ilgili yabancı ülkelerde, daha sonra Türkiye’de yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

2.3.1. Yabancı Literatür Taraması

Sermaye yapısı ile ilgili ilk çalışma MM (1958) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma, 43 elektrik firmasının 1947-1948 yıllarına ait verileri ve 43 petrol firmasının 1953 yılına ait verileri ile gerçekleştirilmiştir. AOSM, finansal kaldıraç ve özsermaye maliyeti arasındaki ilişki yatay kesit regresyon analizi ile test edilmiş ve belli varsayımlar altında firmanın piyasa değerinin ve AOSM’nin sermaye yapısından bağımsız olduğu belirtilmiştir.

MM ilk çalışmalarından 5 yıl sonra (1963) 63 elektrik firmasının verileri ile yatay kesit regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Vergi değişkeni de göz önüne alınmış ve firmaların borçlanarak vergi kalkanından yararlanmak suretiyle piyasa değerlerini

arttırabilecekleri vurgulanmıştır. Ancak bu borçlanmanın, belli bir noktadan sonra borçlanmanın maliyetinin özsermayenin maliyetinden fazla olabileceğinden dolayı, sınırsız olamayacağı belirtilmiştir.

Kim ve diğerleri (1984), optimum sermaye yapısının olup olmadığını araştırmışlardır. 25 sektörde faaliyet gösteren 851 Amerikan firmasının verileri ile gerçekleştirilen analiz 1962-1981 dönemini kapsamaktadır. Varyans ve regresyon analizleri ile yatay kesit veri analizi gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişken olarak uzun vadeli borç / sürekli sermaye oranı, bağımsız değişken olarak ise kukla değişkeni olarak sektör, borç dışı vergi kalkanı, firma riski ve reklam ve AR-GE giderleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, finansal kaldıraç düzeyi ile sektör arasında pozitif, firma riski ile negatif, reklam ve AR-GE giderleri ile negatif, borç dışı vergi kalkanı ile pozitif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Chen ve diğerleri (1998), Hollanda firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri incelemek ve sermaye yapısı teorilerinden hangisinin Hollanda firmalarının sermaye yapısı kararlarını açıklamada geçerli olduğunu belirlemek üzerine çalışmışlardır. Sermaye yapısını tanımlamak üzere toplam borcun defter değerine oranı ve toplam borcun özsermayenin piyasa değerine oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Sermaye yapısını açıklamak üzere kullanılan bağımsız değişkenler ise varlık yapısı, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, risk, karlılık, piyasa değeri/defter değeri oranıdır. 1984-1995 yıllarını kapsayan çalışmada 51 firma panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda finansal kaldıraç düzeyi ile varlık yapısı ve firma büyüklüğü arasında pozitif, karlılık ve risk ile negatif ilişki belirlenmiştir. Büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç düzeyi arasında ise anlamlı sonuç elde edilememiştir. Çalışma sonucunda Hollanda firmalarının sermaye yapısı kararlarını açıklamada asimetrik bilgiye dayalı teorilerin, özellikle Finansman Hiyerarşisi teorisinin daha geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Wiwattanakantang (1999), çalışmasında Tayland borsasına kayıtlı firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri incelemiştir. 1996 yılında borsaya kayıtlı 270 firmanın verileri ile yatay kesit regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda, iflas maliyetlerinin, temsilci maliyetlerinin, bilgi maliyetlerinin, karlılığın vergi düzeyinin, firma büyüklüğünün ve varlık yapısının Tayland firmalarının sermaye yapısı

kararlarında önemli faktörler olduğu belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ve varlık yapısı ile sermaye yapısı arasında pozitif, karlılık ve vergi değişkeni arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarının bir kısmı (firma büyüklüğü ve varlık yapısı) Dengeleme teorisi ile, bir kısmı (karlılık ve vergi) Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Ayrıca, hissedarların firma yönetiminde yer aldığı firmaların finansal kaldıraç düzeyinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bunun nedeni olarak, firma sahiplerinin firmadaki oy güçlerini ve denetim yetkilerini koruma isteği gösterilmiştir.

Graham ve Harvey (2001), 4440 ABD firmasına yönelik anket çalışması gerçekleştirmiş, ancak 392 ankete cevap vermiştir. Firmaların sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısının araştırmasının hedeflendiği çalışma üst düzey finans yöneticilerine yönelik hazırlanmıştır. Çalışmanın sonucunda firmaların borçlanma senetleri çıkarırken finansal esneklik ve kredi derecelendirmesini, hisse senedi çıkarımında ise hisse başına kardaki sulanma ve son zamanlardaki hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıkları belirlenmiştir.

Drobtz ve Fix (2003), İsviçre firmalarının verilerini kullanarak Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorilerinin geçerliliğini test etmiştir. Çalışma 1997-2001 arası kapsamaktadır ve veriler panel veri analizi ile test edilmiştir. Analiz 124 firma ile gerçekleştirilmiştir. Büyüme fırsatları, karlılık ve risk ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif, varlık yapısı ve firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonuçları ağırlıklı olarak Dengeleme teorisini desteklemektedir.

Shah ve Hijazi (2004), 445 Pakistan firmasının 1997-2001 yılları arasında, sermaye yapısını açıklayan faktörler araştırmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Varlık yapısı, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları ve karlılık çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak seçilmiştir. Analiz sonuçlarında, varlık yapısı ile finansal kaldıraç düzeyi arasında anlamlı ilişki bulunamamış, firma büyüklüğü ile pozitif, büyüme fırsatları ve karlılık ile negatif ilişki bulunmuştur. Analiz sonuçları genel olarak Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur.

Chen (2004), Çin firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmak amacıyla borsada işlem gören 77 firmanın 1995-2000 yılları arasındaki verileri ile

çalışmasını gerçekleştirmiştir. Finansal sektörde yer alan firmalar çalışmaya dahil edilmemiştir. Çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak karlılık, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, varlık yapısı, finansal sıkıntı maliyeti ve vergi kalkanı etkisidir. Çalışma sonucunda finansal kaldıraç ile büyüme fırsatları ve varlık yapısı arasında pozitif, karlılık ile negatif ilişki bulunmuştur. Büyüklük ile uzun vadeli finansal kaldıraç arasında ise, negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorisi Çin firmalarının sermaye yapılarını açıklayamamaktadır. Bunun nedeni, batılı modellerin temel varsayımlarının Çin’de geçerli olmamasıdır. Batılı firmalarda, firma büyüdükçe yöneticiler ile hissedarlar farklılaşmakta ve yöneticilerin hissedarların çıkarı doğrultusunda hareket etmesi için borçlanma söz konusu olmaktadır. Böylece yönetimin denetimi sağlanmaktadır. Ancak Çin’de yönetimin ağırlıklı payı hissedarların elinde olduğu için yöneticiler finansman tercihlerinde serbesttir. Çin firmalarında önce iç kaynaklarla finansman, sonra özsermaye ihracı ve daha sonra borçlanma ile gerçekleşen yeni bir finansman hiyerarşisi söz konusudur.

Haug ve Song (2006) 1200’den fazla Çin firması üzerinde sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerine çalışmışlardır. Çalışma 1994-2003 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışma sonucunda finansal kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü ve varlık yapısı düzeyi arasında pozitif ancak karlılık, borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatları ve yönetici sahipliği ile negatif bir ilişki bulunmuştur. Özel mülkiyetin ise sermaye yapısını belirleyici bir faktör olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın sonuçları karlılık hariç Dengeleme teorisi ile uyumludur. Ayrıca çalışma sonucunda, Çin firmalarının diğer firmalara göre daha fazla uzun vadeli borç kullandığı belirlenmiştir.

Erotis ve diğerleri (2007), Atina Borsası’nda işlem gören 129 firma üzerinde sermaye yapısını belirleyen firmaya özgü faktörler incelemiştir. 1997-2001 yılları arasında kapsayan çalışmada panel veri yönteminden yararlanılmıştır. Sermaye yapısını tanımlamak üzere toplam borcun toplam aktife oranının kullanıldığı çalışmada, finansal kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü arasında pozitif, likidite düzeyi ve büyüme fırsatları ile negatif ilişki bulunmuştur. Büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü değişkenlerine ilişkin elde edilen sonuçlar Dengeleme teorisi, likidite düzeyine ilişkin elde edilen sonuç ise Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur.

Rafiq ve diğeri (2008), Pakistan’da Kimya Sanayinde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını belirlemeye yönelik araştırma yapmışlardır. 1993-2004 yılları arasında 26 Kimya Sanayi firması ile gerçekleştirilen çalışmada panel veri yönteminden yararlanılmıştır. Firma büyüklüğü, varlık yapısı, karlılık, risk, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme fırsatları sermaye yapısını açıklayan faktör olarak seçilmiştir. Finansal kaldıraç ile sadece karlılık arasında negatif, diğeri değişkenler ile pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, varlık yapısının sermaye yapısının en temel belirleyicisi olduğu vurgulanmıştır. Karlılık ve büyüme fırsatları değişkenlerine ilişkin sonuçlar Finansman Hiyerarşisi, varlık yapısı ve firma büyüklüğü değişkenlerine ilişkin sonuçlar Dengelem teorisini desteklemektedir. Ancak risk ve borç dışı vergi kalkanına ilişkin sonuçlar iki teoriyle de uyumlu değildir.

Psillaki ve Daskalakis (2009) tarafından yapılan çalışmada, Yunanistan, Fransa, İtalya ve Portekiz KOBİ’lerinde sermaye yapısının belirleyicileri araştırılmıştır. 1998-2002 yılları arasında kapsayan çalışmada 320 İtalyan, 52 Portekiz, 1252 Yunan ve 2006 Fransız firması kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, söz konusu ülkelerin yasal ve kurumsal olarak benzerlik olması nedeniyle sermaye yapısı belirleyicileri benzer çıkmıştır. Finansal kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü arasında pozitif, varlık yapısı, karlılık ve risk ile negatif ilişki belirlenmiştir. Büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç düzeyi arasında dört ülke için de anlamlı ilişkiler elde edilememiştir. Çalışma sonucunda, sermaye yapısı belirleyicilerinin ülkeye özgü faktörlerden çok firmaya özgü faktörler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Frank ve Goyal (2009), Halka açık Amerikan firmaları üzerinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Çalışma 1950-2003 yılları arasında kapsamaktadır ve regresyon analizinden yararlanılmıştır. 1950-2000 arası her dönem on yıl olmak üzere beş döneme ve 2000-2003 bir dönem olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, sermaye yapısını belirleyen temel faktörler olarak endüstri, büyüme fırsatları, varlık yapısı, karlılık, firma büyüklüğü ve enflasyon belirlenmiştir. Finansal kaldıraç düzeyi ile endüstri, varlık yapısı, büyüklük ve enflasyon arasında pozitif ancak büyüme fırsatları ve karlılık ile negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışma sonucunda, kar payı ödeyen firmaların finansal kaldıraç düzeyinin daha yüksek olduğu bulunmuştur. Çalışmanın sonuçları genel olarak Dengeleme teorisi ile uyumludur.

Noulas ve Genimakis (2011), Atina Borsası'nda hisseleri işlem gören Yunan firmalarının sermaye yapısını belirleyen faktörleri araştırmışlardır. 259 firmanın 9 yıllık (1998-2006) verisi ile çalışma gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizinden yararlanılan çalışmada Bankacılık, Finans, Gayrimenkul ve Sigorta sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar analize dahil edilmemiştir. Çalışma sonucunda finansal kaldıraç düzeyi ile büyüme fırsatları, varlık yapısı, BDVK, risk ve kredi notu ile arasında pozitif, karlılık ve firma yaşı ile negatif ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonuçları genel olarak (büyüme fırsatları, karlılık ve firma yaşı) Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Ancak borç dışı vergi kalkanı ile risk değişkenlerine ait sonuçlar iki teoriyi de desteklememektedir. Ayrıca, sahiplik yapısının ve borsa kategorizasyonunun sermaye yapısı üzerinde belirleyici olmadığı belirtilmiştir.

Wellalage ve Locke (2013), firmaya özgü faktörler, kurumsal sahiplik ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi Yeni Zelanda firmaları üzerinde test etmişlerdir. Çalışma Yeni Zelanda Borsası 50 endeksinde endeksinde hisseleri işlem gören 40 firmanın sekiz yıllık (2003-2010) verileri ile gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizinden yararlanılan çalışma sonucunda, sermaye yapısı üzerinde firmaya özgü faktörlerin etkili olduğu, ancak kurumsal sahipliğin önemli bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü ile pozitif, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, risk ve likidite düzeyi ile negatif ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonuçları genel olarak Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur.

Alzomaia (2014), 93 Suudi Arabistan firmasının sermaye yapısının belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışma 2000-2010 yılları arasını kapsamaktadır ve regresyon analizinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda finansal kaldıraç düzeyi ile büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü arasında pozitif, varlık yapısı, karlılık ve risk ile negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca risk ve karlılığın sermaye yapısını belirleyen temel faktörler olduğu belirtilmiştir. Çalışmanın sonuçları genel olarak Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur.

2.3.2. Yerli Literatür Taraması

Durukan (1997), Türkiye'de faaliyet gösteren ve hisseleri BIST'ta işlem gören 68 imalat firmasının 1990-1995 dönemi yatay kesit verileri ile sermaye yapısını etkileyen

faktörleri araştırmıştır. Bu amaçla, söz konusu firmaların yatay kesit verileri regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, finansal kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü, vergi oranı ve büyüme fırsatları arasında pozitif, risk, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki saptanmıştır. Ayrıca karlılık ve vergi kalkanı Türk firmalarının sermaye yapılarını belirleyen en önemli etmenler olarak belirlenmiştir.

Dağlı (1997), Türkiye'deki firma yöneticilerinin görüşleri doğrultusunda sermaye yapısı teorilerinin gerçek hayattaki geçerliliğini araştırmıştır. Çalışma imalatçı firmaların finans müdürleri ya da finanstan sorumlu genel müdür yardımcıları ile yapılan anket çalışması ile gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda gerçek hayatta Finansman Hiyerarşisi teorisine ağırlık verildiği gözlenmiştir. Ayrıca finansal kararların yatırım kararlarından ayrı değil, tamamlayıcısı olarak dikkate alınması gerektiği ve piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Dağlı (1998), Türkiye'de faaliyet gösteren 71 imalat firmasının sermaye yapısını belirleyen faktörleri incelemiştir. Sermaye yapısı toplam borcun toplam aktife oranı, uzun vadeli borcun toplam aktife oranı ve kısa vadeli borcun toplam aktife oranı ile tanımlanan çalışmada firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, risk, karlılık, ürünün pazarlanabilirliği, varlık yapısı, BDVK ve kukla değişken olarak endüstri sermaye yapısını belirleyen faktörler olarak seçilmiştir. Çalışma 1991-1996 yılları arası 6 yıllık dönemi kapsamaktadır. 6 yıllık ortalama değerler şeklinde elde edilen değişkenler yatay kesit regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda BDVK, endüstrinin özelliği, firma büyüklüğü ve varlık yapısının sermaye yapısı üzerinde büyük bir etkisinin olduğu, ancak büyüme fırsatları ve karlılığın ise ikinci derecede etkili olduğu saptanmıştır. Ürünlerin pazarlanabilirlik gücü ve riskinin sermaye yapısı üzerinde hiçbir etkisi olmadığı belirlenmiştir.

Acaravcı (2004), hisseleri BIST'ta işlem gören 66 imalat firmasının (1992-2002 dönemi) sermaye yapısını etkileyen faktörler, firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler kullanılarak panel veri analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda büyüme fırsatlarının, bankacılık sektörünün gelişmişliğinin, enflasyon ve vergi oranının finansal kaldıraç üzerinde pozitif, karlılığın ise negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerinde bir etkiye

sahip olmadığı belirtilmiştir. Çalışmanın sonuçları Finansman Hiyerarşisi teorisini desteklemektedir.

Sayılgan ve diğerleri (2006), Türk imalat firmalarının sermaye yapılarını belirleyen firmaya özgü faktörleri incelemiştir. Hisseleri BIST'ta işlem göre 123 imalat firmasının 1993-2002 yıllarına ait verileri kullanılarak dinamik panel veri yöntemi ile analiz gerçekleştirilmiştir. Bağımlı değişkenin toplam borcun toplam özsermayeye oranı olan bu çalışmada firma büyüklüğü, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve varlık yapısı açıklayıcı değişkenler olarak seçilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü finansal kaldıraç düzeyini pozitif etkilemektedir. Ancak karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve varlık yapısı finansal kaldıraç düzeyini olumsuz etkilemektedir.

Büyüktortop (2007), Türkiye'de faaliyet gösteren çok uluslu firmaların sermaye yapılarını ve sermaye yapılarına etki eden faktörleri araştırmıştır. Ayrıca çalışmada, ulusal firmalar ile uluslararası firmaların sermaye yapısı farklılıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırma kapsamında, BIST'ta kayıtlı reel sektör firmalarının 1992-2003 yılları arasındaki verileri analiz edilmiştir. Finansal kuruluşlar ise analize dahil edilmemiştir. Panel veri yöntemi ile 237 firmanın verileri analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, Türkiye'de BIST'ta kayıtlı ulusal ve uluslararası firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin birbirinden farklı olduğu belirlenmiştir. Karlılık, BDVK ile ulusal firmaların finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Çalışmanın bu sonucu Finansman Hiyerarşisi teorisini desteklemektedir. Firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki çok uluslu firmalar için pozitif, ulusal firmalar için ise negatif olduğu gözlenmiştir. Ayrıca risk ile finansal kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki çok uluslu firmalar için negatif, ulusal firmalar için pozitif olarak tespit edilmiştir.

Karadeniz (2008), Türk konaklama firmalarının sermaye yapılarını belirleyen faktörleri ve buna ek olarak konaklama firmalarının sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Bu amaçla ilk olarak, 1990-2006 yıllarını kapsayan ve TCMB sektör bilançolarından elde edilen veriler dinamik panel veri analizi ile incelenmiştir. Daha sonra, hisseleri borsada işlem gören Türk konaklama firmalarının sermaye yapılarını etkileyen değişkenler 1994-2006 ve 2000-2006 dönemlerini kapsayacak şekilde dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli

kullanılarak saptanmaya çalışılmıştır. 1994-2006 dönemini kapsayan analiz sonuçlarına göre, finansal kaldıraç düzeyi ile karlılık, varlık yapısı, vergi oranı ile negatif ilişki tespit edilmiş, ancak BDVK ve büyüme fırsatları değişkenleri ile anlamlı ilişkiler elde edilememiştir. 2000-2006 dönemini kapsayan analizde ise, finansal kaldıraç düzeyi ile karlılık, varlık yapısı, büyüklük ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki saptanmıştır. Ayrıca anket çalışması ile de sermaye yapısını belirleyen etmenler belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre ise, Türk konaklama firmalarının sermaye yapısı kararları Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyum gösterdiği saptanmıştır.

Başaran (2008), Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisseleri BIST’ta işlem gören 16 otomotiv yan sanayi firmasının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörleri araştırmıştır. Firmaların 1994-2006 yılları arası 1994-2002 ve 2003-2006 alt dönemleri için yatay kesit verileri panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, otomotiv ve otomotiv yan sanayi firmalarının sermaye yapısı kararlarının en fazla özsermaye karlılığı ve BDVK değişkenlerinden etkilendiğini göstermiştir. Bu sonucun, firmaların karlılıkları arttıkça iç kaynaklara yöneleceklerinden dolayı finansal kaldıraç düzeyinin azalacağını savunan Finansman Hiyerarşisi teorisini desteklediği belirlenmiştir.

Demirhan (2009), çalışmasında hisse senetleri borsada işlem gören 20 hizmet sektörü firmasının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin saptanmasını amaçlamıştır. Söz konusu firmaların 4 yıllık (2003-2006) verileri regresyon analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda, hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin karlılık, firma büyüklüğü, likidite düzeyi ve varlık yapısı olduğu saptanmıştır. Araştırmanın bulguları Finansman Hiyerarşisi teorisine uygun olup BDVK, büyüme fırsatları, risk, vergi ve borçlanma maliyeti değişkenlerinin hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen önemli faktörler olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yükeri (2009), Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesinde 112 imalat firmasının sermaye yapısı kararlarını anket çalışması ile incelemiştir. Çalışma sonucunda, firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadığı ve öncelikle iç kaynakları tercih ettiği belirlenmiştir. İç kaynakların yetersiz olması halinde dış kaynakların kullanıldığı ve finansal esnekliğin sağlanması isteğinin borçlanma politikasında önemli olduğu

belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçlarının Finansman Hiyerarşisi teorisini desteklediği vurgulanmıştır.

Dinçergök (2010), çalışmasında gelişmekte olan beş ülkede (Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya ve Meksika) İmalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısını etkileyen firmaya ve ülkeye özgü faktörleri mukayeseli olarak ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmada 2000-2007 döneminde söz konusu ülkelerde hisseleri borsada işlem gören imalatçı firmalara ait veriler panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda firmaya özgü faktörlerden maddi duran varlıklar (Meksika hariç), karlılık ve büyüme fırsatları (Türkiye hariç) değişkenlerinin sonuçları istatistiksel olarak anlamlı çıkmış ve ülkelerdeki etkisinin genel olarak paralel olduğu görülmüştür.

Uysal (2010), sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin, Türkiye’de nasıl çalıştığını ve elde edilen sonuçların sermaye yapısı teorileri ile ne kadar uyumlu olduğunu ortaya koymaya çalışmıştır. 1996-2008 dönemini kapsayan çalışmada TCMB Bilanço Merkezi tarafından hazırlanan sektör bilançoları kullanılmış ve panel veri yöntemi ile analiz gerçekleştirilmiştir. Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktör olarak risk, BDVK, varlık yapısı, firma büyüklüğü, büyüme fırsatları ve karlılık seçilmiştir. Çalışmanın sonuçları genel olarak, büyüme fırsatları hariç tüm faktörler, Dengeleme teorisini desteklemektedir.

Ata ve Ağ (2010), firmaya özgü faktörlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisini panel veri yöntemi ile ampirik olarak test etmiştir. Çalışmada, Borsa İstanbul’da kayıtlı 42 firmanın 2003-2007 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Söz konusu firmaların on üçü Metal Ana Sanayi sektöründe, yirmi dokuzu ise Metal Eşya, Makine, Gereç Yapımı sektöründe bulunmaktadır. Firma büyüklüğü, likidite düzeyi, faiz karşılama oranı ve büyüme fırsatları bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda firma büyüklüğü dışındaki tüm değişkenlerin finansal kaldıraç düzeyi üzerinde negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın sonuçları özellikle Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorisi ile paralellik göstermektedir.

Yakar (2011), sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini BIST 100 endeksinde yer alan firmalar üzerinde test etmiştir. 2000-2009 dönemine ilişkin veriler 3 farklı model

kullanılarak panel regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, finansal kaldıraç düzeyi ile karlılık arasında negatif ve büyüme fırsatları ile pozitif yönlü ilişki Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumlu çıkmıştır. Ancak finansal kaldıraç düzeyi ile firma büyüklüğü arasındaki pozitif yönlü ilişki Dengeleme teorisi ile uyumlu çıkmıştır. Varlık yapısı ise sadece kısa vadeli borcun kullanıldığı modelde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Vergi ve BDVK değişkenleri tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Ayrıca Türkiye'deki firmaların sermaye yapılarını oluştururken optimum bir denge yakalama çabasından çok belli bir sırayı takip ettikleri belirtilmiştir.

Sayılgan ve Uysal (2011), sermaye yapısını etkileyen faktörlerin incelenmesi ve elde edilen bulguların Finansman Hiyerarşisi ve Dengeleme teorileriyle uyumlu olup olmadığını araştırmışlardır. TCMB'nin yayınladığı, 1996-2008 dönemlerine ait sektör bilançolarından yararlanılan çalışmada veriler panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Sermaye yapısını temsil etmek üzere bağımlı değişken olarak; durağanlaştırılmış toplam borçların toplam aktife oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; firma büyüklüğü, varlık yapısı, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve risk gibi firmaya özgü faktörlerdir. Çalışma sonucunda sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif, büyüme fırsatları, varlık yapısı, karlılık ve firma büyüklüğü ile pozitif yönlü ilişki bulunmuştur. Elde edilen bulgular, ağırlıklı olarak Dengeleme teorisini desteklemektedir.

Irk (2012), sermaye yapısını etkileyen faktörleri saptamak amacıyla BIST imalat sanayi endeksinde faaliyet gösteren firmalardan, 2000-2010 yılları arasında bilgilerine kesintisiz ulaşılan 123 firmanın verilerini panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, sermaye yapısı ile büyüme fırsatları, büyüklük ve borç dışı vergi kalkanı ile pozitif yönlü, varlık yapısı ile negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda, Türkiye'de BIST'da faaliyet gösteren imalat firmalarının sermaye yapılarını en iyi Finansman Hiyerarşisi teorisinin açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kurun ve diğerleri (2013), çalışmalarında hisse senetleri BIST'ta işlem gören ve çimento, otomotiv ve otomotiv yan sanayi ve bilişim sektörlerinde faaliyet gösteren 42 firmanın sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri 2007-2011 dönemi için belirlemek ve sermaye yapısı kararlarında sektörler arası farklılıkların ortaya konmasını

amaçlamışlardır. Firmaların 2007-2011 yıllarına ait yıllık finansal tablolarından elde edilen veriler panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, uzun vadeli kaldıraç oranına göre çimento ve otomotiv sektöründe anlamlı ilişki bulunamamıştır. Bilişim sektöründe ise, firma büyüklüğü ve varlık yapısının firmaların finansal kaldıraç düzeyini pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca çimento ve bilişim sektörlerinde firma büyüklüğünün toplam kaldıraç oranını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bununla birlikte, otomotiv ve bilişim sektörlerinde büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç düzeyi arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur. Çimento ve bilişim sektörlerinde Dengeleme teorisine uygun olduğu ve sektörler arasında sermaye yapısı kararlarında farklılıklar bulunduğu belirtilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN TÜRKİYE'DE İMALAT SANAYİİ ÜZERİNDE ARAŞTIRILMASI

3.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye yapısı kararları firmaların piyasa değerini yakından ilgilendirdiği için literatürde ilgi gören konulardan biridir. Bu çalışmanın amacı da, BIST'ta hisseleri işlem gören imalatçı firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ve imalatçı firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında Dengeleme teorisi ve Finansman Hiyerarşisi teorisinin geçerliliğinin ortaya konmasıdır.

3.2. Veri Seti ve Örneklem

Çalışmanın değişkenlerin hesaplanması amacıyla firmaların bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılmıştır. Bu verilere Kamu Aydınlatma Platformu'nun resmi internet sitesinde (<http://www.kap.gov.tr/>) yer alan firmaların 2011 ve 2012 yılına ait yıllık finansal tablolarından ulaşılmıştır. Sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişkenlerin hesaplanmasında 2012 yılı yıllık bilançosundan elde edilen veriler kullanılmıştır. Sermaye yapısını etkileyen faktörleri temsil eden bağımsız değişkenlerin hesaplanmasında ise 2011 ve 2012 yılı yıllık bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır. Toplam satıştaki yüzde değişim bir önceki yıla göre hesaplanmış ve bu amaçla firmaların 2011 ve 2012 yılı yıllık gelir tablolarından yararlanılmıştır. Diğer bağımsız değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan veriler ise 2012 yılı yıllık bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiştir.

Çalışmanın örneklemini Türkiye'de imalat sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri BIST'ta işlem gören firmalardır. İmalat sektörünün seçilmesinin nedeni, imalatçı firmalarının sermaye yoğun firmalar olması ve varlıklarının ağırlıklı olarak sabit varlıklardan oluşmasıdır. Sabit varlıkların finansmanı ise uzun vadeli kaynaklarla (uzun

vadeli borç ve özsermaye) finansmanı gündeme getirmektedir. Dolayısıyla sermaye yapısı teorileri üzerine gerçekleştirilecek analizin imalat sektörü firmaları ile gerçekleştirilmesi uygun görülmüştür. 2012 yılı itibariyle imalat sektöründe 192 firma bulunmaktadır. Ancak 9 firmanın finansal tablolarına ulaşamaması nedeniyle analiz 183 firma ile gerçekleştirilmiştir.

3.3. Değişkenler

Analizde kullanılacak bağımlı ve bağımsız değişkenler literatürdeki benzer çalışmalar referans alınarak belirlenmiştir. Ayrıca analizin bağımsız değişkenlerinin sermaye yapısı üzerindeki etkisi, Dengeleme teorisi ve Finansman Hiyerarşisi teorisinin beklentisine göre açıklanmıştır.

3.3.1. Sermaye Yapısını Tanımlayan Bağımlı Değişkenler

Sermaye yapısı ile ilgili yapılmış benzer çalışmalarda, sermaye yapısını temsil eden değişken olarak finansal kaldıraç oranları yaygın olarak kullanılmıştır. Finans biliminde sermaye yapısı, firmaların kullandığı uzun vadeli kaynakların bileşimini göstermektedir. Bunun nedeni, teorik olarak sermaye yatırımlarının (duran varlıkların) uzun vadeli kaynakla finanse edilmesidir. Ancak Türkiye’de firmaların kaynakları içinde kısa vadeli borçların önemli bir yere sahip olması nedeniyle çalışmalarda kısa vadeli finansal kaldıraç oranı da bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada da sermaye yapısını temsil etmek üzere finansal kaldıraç oranları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Analizde kullanılan bağımlı değişkenler ve analizdeki simgeleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1: Bağımlı Değişkenler ve Analizdeki Simgeleri

Finansal Kaldıraç Oranları	Analizdeki Simgesi
Toplam Borç/Toplam Aktif	TB/TA
Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif	UVB/TA
Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif	KVB/TA

3.3.2. Sermaye Yapısını Açıklayan Bağımsız Değişkenler

Karlılık: Dengeleme teorisi ve Finansman Hiyerarşisi teorisinin, firmanın karlılığının sermaye yapısını nasıl etkileyeceği konusundaki görüşleri farklıdır. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre karlılık ile finansal kaldıraç arasında negatif, Dengeleme teorisine göre ise pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Dengeleme teorisine göre, karlı firmaların iflas maliyetleri daha düşüktür ve firmaların ödememe riski daha düşük olması sebebiyle borçlanma imkanı daha yüksektir. Ayrıca karlı firmalar, borçlanmanın sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemektedir. Bu sebeple Dengeleme teorisine göre karlı firmalar daha fazla borç kullanmaktadır ve karlılık ile finansal kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır (Cole, 2013: 782; Kurun ve diğerleri, 2013: 484).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre, firmalar ihtiyaç duyduğu kaynağın finansmanında bir hiyerarşi izlemektedir. Finansman önce iç kaynaklardan, daha sonra borçlanma yoluyla, en son olarak hisse senedi ihracı yoluyla karşılanmaktadır. Karlılık arttıkça iç kaynaklar yükselecek ve firmanın borçlanma gereksinimi azalacaktır. Dolayısıyla Finansman Hiyerarşisi teorisine göre karlılık ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır (Cole, 2013: 782; Myers, 1984: 581).

Tablo 2: Literatürde Kullanılan Karlılık Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Net Kar / Toplam Aktif	Acaravcı (2004), Alzomaia (2014), Cole (2013), Demirhan (2009), Irk (2012), Kabakçı (2007), Karadeniz (2008), Sayılğan ve Uysal (2011), Shah ve Kausar (2012), Turan (2006), Uysal (2010), Yakar (2011)
Faaliyet Karı / Toplam Aktif	Akkaya (2008), Başaran (2008), Chen ve diğerleri (1998), Demirhan (2009), Dinçergök (2010), Drobetz ve Fix (2003), Huang ve Song (2006), Ghazouani (2013), Kurun ve diğerleri (2013), Psillaki ve Daskalakis (2009)
(Faaliyet Karı + Amortismanlar) / Toplam Aktif	Chen (2004), Sayılğan ve diğerleri (2006)
Faaliyet Karı / Satışlar	Demirhan (2009), Drobetz ve Fix (2003), Sayılğan ve Uysal (2011), Uysal (2010)
Vergi Öncesi Kar / Toplam Aktif	Shah ve Hijazi (2004), Rafiq ve diğerleri (2008)
Net Kar / Net Satışlar	Kabakçı (2007)
Net Kar / Özsermaye	Kabakçı (2007), Başaran (2008), Kurun ve diğerleri (2013), Shah ve Kausar (2012), Terim (2009)
Amortisman Öncesi Faaliyet Karı / Toplam Aktif	Frank ve Goyal (2009), Noulas ve Genimakis (2011), Sayılğan ve diğerleri (2006)
Ortalama Net Kar / Ortalama Satışlar	Durukan (1997)
Ortalama Faaliyet Karı / Ortalama Toplam Aktif	Dağlı (1998)
Ortalama Faaliyet Karı / Ortalama Net Satışlar	Dağlı (1998)

Bu çalışmada karlılık göstergesi olarak, faaliyet karının toplam aktife oranı (FK/TA) kullanılmıştır.

Büyüme Fırsatları: Büyüme fırsatları, satışlarda veya aktifteki büyüme gibi maddi olmayan duran varlık olarak düşünülmektedir. Dengeleme teorisine göre, büyüme fırsatları maddi duran varlıklar gibi nakdi değeri olmadığı için teminat olarak gösterilemezler. Bu nedenle büyüme fırsatı olan firmalar daha az borçlanma eğilimindedir. Dolayısıyla Dengeleme teorisine göre finansal kaldıraç düzeyi ile büyüme fırsatları arasında negatif yönlü bir ilişki vardır (Cole, 2013:783; Demirhan, 2009:683).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre ise, yüksek büyüme fırsatları iç kaynaklarla karşılanamayacağı için borçlanma kaçınılmazdır. Bu nedenle yüksek büyüme fırsatları

borçlanmayı artıracaktır. Dolayısıyla büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır (Frank ve Goyal, 2009; Sayılğan ve Uysal, 2011: 112).

Tablo 3: Literatürde Kullanılan Büyüme Fırsatları Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Acaravcı (2004), Drobotz ve Fix (2003), Frank ve Goyal (2009), Karadeniz (2008)
Toplam Aktifteki Yüzde Değişim	Acaravcı (2004), Dağlı (1998), Durukan (1997), Irk (2012), Ghazouani (2013), Kabakçı (2007), Noulas ve Genimakis (2011), Rafiq ve diğerleri (2008), Sayılğan ve diğerleri (2006), Sayılğan ve Uysal (2011), Shah ve Hijazi (2004), Shah ve Kausar (2012), Terim (2009), Uysal (2010), Yakar (2011)
Satışlardaki Yüzde Değişim	Alzomaia (2014), Ata ve Ağ (2010), Chen ve diğerleri (1998), Cole (2013), Kabakçı (2007), Kurun ve diğerleri (2013), Wellalage ve Locke (2013)
Tobin Q Değeri	Huang ve Song (2006)
Kazançlardaki Yıllık Değişim	Eriotis vd. (2007), Psillaki ve Daskalakis (2009)
Özsermayenin Piyasa Değeri / Özsermayenin Defter Değeri	Dinçergök (2010)
Toplam Aktifin Logaritmasındaki Değişim	Frank ve Goyal (2009)
Ar-Ge Giderleri / Satışlar	Demirhan (2009)
Net Arazi, Tesis ve Ekipmandaki Yüzde Değişim	Sayılğan ve diğerleri (2006)
Satışlardaki Büyüme / Toplam Aktifteki Büyüme	Başaran (2008), Chen (2004)

Bu çalışmada büyüme fırsatları göstergesi olarak satışlardaki yüzde değişim (% Δ S) kullanılmıştır.

Borç Dışı Vergi Kalkanı: Dengeleme teorisi ve Finansman Hiyerarşisi teorisine göre borç dışı vergi kalkanı ile finansal kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Yatırım indirimi ve amortisman gibi borç dışı vergi kalkanları, borçlanmanın sağladığı vergi kalkanını gibi düşünülmektedir ve daha az vergi ödenmesini sağlayarak firma gelirlerini korumaktadır. Bu sebeple yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanına sahip firmaların borçlanma düzeyi düşük olmaktadır. Dolayısıyla borç dışı vergi kalkanları ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur (Demirhan, 2009: 683; Karadeniz, 2008: 126; Wellalage ve Locke, 2013: 855).

Tablo 4: Literatürde Kullanılan Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Amortisman Giderleri / Toplam Aktif	Başaran (2008), Büyüktortop (2007), Chen (2004), Demirhan (2009), Drobotz ve Fix (2003), Huang ve Song (2006), Irk (2012), Kabakçı (2007), Karadeniz (2008), Kurun ve diğerleri (2013), Noulas ve Genimakis (2011), Rafiq ve diğerleri. (2008), Sayılğan ve diğerleri (2006), Sayılğan ve Uysal (2011), Terim (2009), Turan (2006), Uysal (2010), Wellalage ve Locke (2013), Yakar (2011), Yener (2002)
Amortisman ve İtfa Payı / Toplam Aktif	Dinçergök (2010)
Amortisman Giderleri / Faaliyet Karı	Drobotz ve Fix (2003)
Ortalama Amortisman Giderleri / Ortalama Aktif	Dağlı (1998), Durukan (1997)

Bu çalışmada borç dışı vergi kalkanı göstergesi olarak amortisman ve itfa payının toplam aktife oranı kullanılmıştır.

Varlık Yapısı: Firmanın dönen ve duran varlıkları arasındaki ilişki, firmanın varlık yapısını göstermektedir. Bulunduğu sektöre bağlı olarak firmanın varlık yapısı değişmektedir. İmalat sektöründe maddi duran varlıklar daha yoğundur ve bunların finansmanı uzun vadeli kaynaklardan temin edilmektedir. Firma varlıklarındaki dağılım, firmanın borçlanma imkanlarını yakından ilgilendirmektedir (Uysal, 2010: 84).

Dengeleme teorisine göre maddi duran varlıkların teminat olarak gösterilebilmesi ve iflas sonrasında dahi değer yaratabilmesi firmanın riskini azaltmaktadır. Bu nedenle maddi duran varlığı yüksek olan firmalar daha uygun koşullarda borçlanma imkanına sahiptir. Dolayısıyla varlık yapısı ile finansal kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır (Cole, 2013: 783; Rafiq ve diğerleri, 2008: 145).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre maddi duran varlığı fazla olan firmalarda asimetrik bilgi sorunu düşüktür. Bu nedenle yüksek fiyatlarda hisse senedi ihraç edilebildiği için borçlanma ile finansman tercih edilmemektedir. Dolayısıyla varlık yapısı ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır (Frank ve Goyal, 2009; Rafiq ve diğerleri, 2008: 146).

Tablo 5: Literatürde Kullanılan Varlık Yapısı Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Duran Varlıklar / Toplam Aktif	Drobetz ve Fix (2003)Huang ve Song (2006), Turan (2006)
Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktif	Akkaya (2008), Alzomaia (2014), Başaran (2008), Cole (2013), Demirhan (2009), Dinçergök (2010), Irk (2012), Kurun ve diğerleri (2013), Noulas ve Genimakis (2011), Psillaki ve Daskalakis (2009), Rafiq ve diğerleri (2008), Wellalage ve Locke (2013), Yakar (2011)
(Maddi Duran Varlıklar + Stoklar) /Toplam Aktif	Sayılgan ve diğerleri (2006),
Net Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktif	Karadeniz (2008), Sayılgan ve Uysal (2011), Terim (2009), Uysal (2010)
(Net Maddi Duran Varlıklar + Stoklar) / Toplam Aktif	Ghazouani (2013),
Net Tesis, Makine ve Cihazlar / Toplam Aktif	Frank ve Goyal (2009)
Duran Varlıklar + Stoklar /Toplam Aktif	Chen (2004), Chen ve diğerleri (1998)
Net Duran Varlıklar / Toplam Aktif	Acaravcı (2004)
Ortalama Stoklar ve Maddi Duran Varlıklar / Ortalama Toplam Aktif	Dağlı (1998)

Bu çalışmada varlık yapısı göstergesi olarak net maddi duran varlıkların toplam aktife oranı kullanılmıştır.

Likidite Düzeyi: Dengeleme teorisine göre likit varlıkların nakde dönüşüm hızı yüksek olduğu için likidite düzeyi yüksek firmaların iflas maliyetleri düşüktür. İflas maliyetleri düşük firmaların ise borçlanma kapasitesi yüksek olmaktadır. Dolayısıyla likidite düzeyi ile finansal kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitif yönlüdür (Cole, 2013: 783).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre likidite düzeyi yüksek firmaların borçlanma düzeyi düşüktür. Likit varlıkların elde tutulmasının bir nedeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesidir. Yeni yatırım fırsatının olması durumunda likidite düzeyi düşükse borçlanma ile finansman tercih edilmektedir. Ancak likidite düzeyi yüksek firmalar bu yatırım fırsatını iç kaynaklarla karşılamaktadır. Dolayısıyla likidite düzeyi ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır (Cole, 2013: 783; Wellalage ve Locke, 2013: 855).

Tablo 6: Literatürde Kullanılan Likidite Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	Başaran (2008), Deesomsak ve diğerleri (2004), Demirhan (2009), Elitaş ve Doğan (2013), Shah ve Kausar (2012), Wellalage ve Locke (2013),
(Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar	Ata ve Ağ (2010), Korkmaz ve diğerleri (2009), Kurun ve diğerleri (2013)
Nakit ve Nakit Benzerleri / Toplam Varlıklar	Cole (2013)

Bu çalışmada likidite göstergesi olarak, cari oran (Dönen Varlıklar/KVB) kullanılmıştır.

Firma Büyüklüğü: Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Büyük firmalar riski daha iyi dağıtabildiği ve geri ödememe riski daha düşük olduğu için borçlanma imkanı daha fazladır. Dolayısıyla büyük firmaların iflas maliyeti daha düşüktür ve borçlanma düzeyi daha yüksektir (Cole, 2013: 781, Frank ve Goyal, 2009, Karadeniz, 2008: 126).

Finansman Hiyerarşisi teorisine göre, firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Büyük firmaların küçük firmalara göre iç kaynakları daha fazladır ve öncelikle bu kaynakları kullandıkları için borçlanma düzeyleri düşüktür (Cole, 2013: 781). Ayrıca firmalar büyüdükçe yatırımcılara daha fazla bilgi sağlamakta ve asimetric bilgi sorunu azalmaktadır. Dolayısıyla firmalar büyüdükçe hisse senetlerinin düşük değerlendirilme ihtimali azalmaktadır ve hisse senedi ihracı ile finansman tercih edilmektedir (Rafiq ve diğerleri, 2008: 146).

Tablo 7: Literatürde Kullanılan Firma Büyüklüğü Değişkenleri

Kullanılan Değişkenler	Çalışmalar
Satışların Doğal Logaritması	Alzomaia (2014), Demirhan (2009), Dinçergök (2010), Huang ve Song (2006), Ghazouani (2013), Noulas ve Genimakis (2011), Rafiq ve diğerleri (2008), Sayılğan ve diğerleri (2006), Shah ve Hijazi (2004), Uysal (2010)
Toplam Aktifin Doğal Logaritması	Akkaya (2008), Cole (2013), Demirhan (2009), Irk (2012), Sayılğan ve Uysal (2011), Shah ve Kausar (2012), Uysal (2010), Wellalage ve Locke (2013), Yakar (2011)
Net Satışların Logaritması	Ata ve Ağ (2010)
Net Satışların Doğal Logaritması	Drobetz ve Fix (2003), Sayılğan ve Uysal (2011)
Sermayenin Doğal Logaritması	Demirhan (2009)
Toplam Aktifin Logaritması	Chen (2004), Frank ve Goyal (2009), Kabakçı (2007), Turan (2006)
Satışların Logaritması	Chen ve diğerleri (1998), Kabakçı (2007), Psillaki ve Daskalakis (2009)
Toplam Aktif	Terim (2009)
Net Satışlar	Eriotis ve diğerleri (2007),
Ortalama Toplam Aktif	Dağlı (1998), Durukan (1997)
İşçi Sayısının Doğal Logaritması	Noulas ve Genimakis (2011)

Bu çalışmada firma büyüklüğü göstergesi olarak, toplam aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır.

Analizde sermaye yapısını açıklamak üzere kullanılan bağımsız değişkenler ve simgeleri Tablo 8’de gösterilmiştir.

Tablo 8: Bağımsız Değişkenler ve Analizdeki Simgeleri

Kullanılan Değişkenler	Kullanılan Oran	Analizdeki Simgesi
Karlılık	Faaliyet Karı/Toplam Aktif (FK/TA)	K
Büyüme Fırsatları	Satışlardaki Yüzde Değişim (%ΔS)	BF
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman ve İtfa Payı/Toplam Aktif	BDVK
Varlık Yapısı	Net Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktif	VY
Likidite Düzeyi	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borç	LD
Firma Büyüklüğü	Toplam Aktifin Doğal Logaritması	B

Modelde kullanılan bağımsız değişkenler, Dengeleme teorisi ve Finansman Hiyerarşisi teorisinin söz konusu bağımsız değişkenler ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin yönü konusundaki beklentileri Tablo 9’da gösterilmiştir.

Tablo 9: Modelde Kullanılan Değişkenler ve Teorilerin Beklentileri

Kullanılan Değişkenler	Dengeleme Teorisi	Finansman Hiyerarşisi Teorisi
Karlılık	+	-
Büyüme Fırsatları	-	+
Borç Dışı Vergi Kalkanı	-	-
Varlık Yapısı	+	-
Likidite Düzeyi	+	-
Firma Büyüklüğü	+	-

3.4. Model ve Araştırma Yöntemi

Çalışmada kullanılan sermaye yapısını tanımlayan bağımlı değişkenler ile sermaye yapısını açıklayan bağımsız değişkenler yatay kesit regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Bağımlı değişkenlerin (TB/TA, UVB/TA, KVB/TA) her biri için üç adet regresyon modeli oluşturulmuştur. TB/TA, UVB/TA, KVB/TA, BDVK, likidite düzeyi ve büyüme fırsatları değişkenleri homojen olmayan bir dağılıma sahip olduğu için TB/TA, UVB/TA, KVB/TA, BDVK ve likidite düzeyi değişkenlerinin logaritması; büyüme fırsatları değişkeninin ise küp kökü alınarak modele dahil edilmiştir. Bu işlemler yapılarak bu değişkenlerin dağılımı normale dönüştürülmüştür. Veriler 0,05 anlamlılık düzeyinde analiz edilmiştir. Analizde kullanılan regresyon modelleri aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

Model 1: Toplam Borç / Toplam Aktif (TB/TA)

$$TB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$$

Model 2: Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktif (UVB/TA)

$$UVB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$$

Model 3: Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif (KVB/TA)

$$KVB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$$

Burada;

β_0 : Sabit Terim

β_1, \dots, β_6 : İlgili Bağımsız Değişkenler İçin Tahmin Edilen Katsayılar

ϵ : Hata Terimi

i : 1,.....,183

Regresyon analizi bir bağımlı değişken ile bir veya birden fazla bağımsız değişken arasındaki ilişkilerin matematiksel eşitliklerle açıklanmasını sağlayan istatistiksel yöntemdir (Albayrak ve diğerleri, 2010: 199). Tek bir bağımsız değişkenin kullanıldığı regresyon analizine tek değişkenli regresyon analizi, birden fazla bağımsız değişkenin kullanıldığı regresyon analizine ise çok değişkenli regresyon analizi denir. Regresyon analizi genel olarak aşağıdaki sorulara cevap aramada kullanılmaktadır (Altunışık ve diğerleri, 2010: 231):

- Bağımlı değişkendeki değişimin önemli bir kısmı bağımsız değişkenlerce açıklanabilir mi? (Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında bir ilişki var mıdır?)
- Bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarı bağımsız değişkenlerce açıklanabilmektedir? (İlişkinin şiddeti)
- Değişkenler arasında ne tür bir ilişki vardır? (İlişkinin yapısının belirlenmesi-bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin matematiksel ifadesi)
- Bağımlı değişkene ait ileriye dönük değerleri tahmin etmek mümkün müdür ve nasıl tahmin edilmelidir?
- Belirli şartların kontrol edilmesi durumunda, spesifik bir değişken veya değişkenler grubunun diğer değişken veya değişkenler üzerindeki etkileri nedir ve nasıl değişmektedir?

Tek değişkenli regresyon analizi birçok durum için elverişli olmasına rağmen gerçek hayatta birçok modelin açıklanması için iki veya daha fazla açıklayıcı değişkene gerek duyulmaktadır. Bu nedenle, birden çok açıklayıcı değişkenin kullanıldığı çok değişkenli regresyon analizi daha kullanışlı bir yöntemdir ve çalışmalarda daha sık kullanılmaktadır (Albayrak ve diğerleri, 2010: 259). Çok değişkenli regresyon analizinde bağımsız değişkenler eşzamanlı olarak (aynı anda) bağımlı değişkendeki değişimi

açıklamaya çalışmaktadır (Altunışık ve diğerleri, 2010: 237). Bu çalışmada Sosyal Bilimler'in birçok dalında uygulama alanı olan çok değişkenli regresyon analizi kullanılmıştır.

3.5. Araştırmanın Bulguları

Regresyon analizi sonuçlarına geçmeden önce bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin hesaplanan tanımlayıcı istatistiklere Tablo 10'da yer verilmiştir.

Tablo 10: Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
TB/TA	0,50	8,67	0,03	0,66
UVB/TA	0,11	0,58	0,00	0,10
KVB/TA	0,39	8,62	0,02	0,64
K	0,04	0,43	-0,43	0,09
BF	0,06	1,12	-0,63	0,20
BDVK	0,03	0,33	0,00	0,03
VY	0,35	0,81	0,00	0,18
LD	2,43	28,69	0,07	3,20
B	19,16	23,56	15,10	1,62

Analizin bağımlı değişkenleri olan TB/TA'in ortalaması 0,50, UVB/TA' in ortalaması 0,11, KVB/TA 0,39'dur. Bağımlı değişkenlerden toplam finansal kaldıraç düzeyini gösteren TB/TA oranının ortalaması 0,50'dir ve bu oran imalat sektöründe kaynaklarının yarısının yabancı kaynakla yarısının özsermaye ile finanse edildiğini göstermektedir. Vade yönünden bakıldığında toplam kaynakların 0,39'unu kısa vadeli, 0,11'ni uzun vadeli borç oluşturmaktadır. Kısaca, imalat firmalarının kaynaklarının yarısını yabancı kaynak oluşturmaktadır ve toplam borcun ağırlıklı payı kısa vadedir.

Bağımsız değişkenlerden karlılık değişkenini tanımlamak üzere kullanılan FK/TA oranının ortalaması 0,04'dür. Karlılık düzeyinin düşük olduğu söylenebilir. Satışlarda ortalama 0,06'lık bir büyüme gerçekleştiği görülmektedir. BDVK'na bakıldığında, toplam aktiflerin yaklaşık 0,03'nü amortisman ve itfa payları oluşturmaktadır. Net maddi duran

varlıklar toplam aktiflerin ortalama olarak 0,35'ini oluşturmaktadır. İmalat sektörü firmalarının toplam aktiflerin ağırlıklı olarak maddi duran varlıklardan oluşması beklenir, ancak net maddi duran varlıkların toplam aktiflerdeki payının düşük olduğu görülmektedir. Bunun sebebi ise amortismanlar nedeniyle maddi duran varlıkların değerinin düşük olarak hesaplanmasıdır. Likidite düzeyine bakıldığında dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranı ortalaması 2,43 düzeyindedir. Firmalar kısa vadeli borçların yaklaşık 2,5 katı dönen varlık bulundurmaktadır. Dolayısıyla imalat sektörü firmalarının likidite düzeyinin yüksek olduğu söylenebilir.

Regresyon analizinin varsayımlardan birisi modelde çoklu bağlantı probleminin olmamasıdır. Oluşturulan regresyon modellerinde çoklu bağlantı probleminin olup olmadığını belirlemek için Tablo 11'de değişkenler arasındaki korelasyonlara yer verilmiştir.

Tablo 11: Korelasyon Matrisi

	K	BF	BDVK	VY	LD	B	TB/TA	UVB/TA	KVB/TA
K	1,000								
BF	0,124	1,000							
BDVK	0,031	-0,121	1,000						
VY	-0,276	-0,192	0,229	1,000					
LD	0,226	0,138	-0,132	-0,305	1,000				
B	0,295	0,109	0,232	-0,097	-0,101	1,000			
TB/TA	-0,097	-0,044	0,064	0,024	-0,858	0,171	1,000		
UVB/TA	-0,103	0,011	0,112	0,281	-0,377	0,314	0,524	1,000	
KVB/TA	-0,069	-0,108	0,095	-0,043	-0,844	0,061	0,926	0,240	1,000

Korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değerler alır ve iki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin derecesinin ölçümünde kullanılır. Korelasyon katsayısının sıfıra yakın olması, değişkenler arasında zayıf bir ilişki olduğunu, katsayının işareti ise ilişkinin yönünü göstermektedir. Korelasyon katsayısının bire yakın olması yüksek korelasyonu göstermektedir. Modelin güvenilirliği açısından bağımsız değişkenler arasında güçlü korelasyon olmaması gerekir. Bağımsız değişkenler arasında güçlü korelasyon olması, çoklu doğrusal bağlantı probleminin göstergesidir. Bu durumda bağımsız değişkenlerin

modele katkısı birbirine çok yakın olmakta ve değişkenlerin modelde olması veya olmaması modelin gücünü etkilememektedir. Bağımsız değişkenler arasında 0,80 ve üzeri korelasyon bulunması durumunda çoklu bağlantı problemi söz konusudur ve bu değişkenlerden birinin modelden çıkarılması gerekmektedir (Albayrak ve diğerleri, 2010: 267). Korelasyon matrisinde görüldüğü üzere, bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmamaktadır. Dolayısıyla modelde yüksek çoklu doğrusal bağlantı problemi bulunmamaktadır.

Tablo 12: Model 1'e Ait Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Edilmiş Katsayılar	t Değerleri	Anlamlılık Düzeyi	Korelasyon Değerleri	
	β	Standart Hata	Beta			Pearson Korelasyonu	Kısmi Korelasyon
Sabit Terim	-0,245	0,158		-1,534	0,122		
K	0,104	0,117	0,033	0,883	0,374	-0,097	0,067
BF	0,127	0,148	0,031	0,889	0,392	-0,044	0,065
BDVK	-0,011	0,033	-0,012	-0,290	0,744	0,064	-0,025
VY	-0,391	0,061	-0,242	-6,441	0,000	0,024	-0,436
LD	-0,843	0,033	-0,940	-25,782	0,000	-0,858	-0,890
B	0,008	0,007	0,042	1,125	0,258	0,171	0,085
Uygunluk Testi							
R	0,896						
R ²	0,802						
Uyarlanmış R ²	0,795						
F Değeri	118,977				0,000		
Durbin Watson	1,747						
Model 1: $TB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$							

Tablo 12'de analizin uygunluğunun test edilmesi amacıyla hesaplanan değerler verilmiştir.

R değeri bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki çoklu korelasyonu göstermektedir. Yüksek bir R değeri, bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasında yüksek bir ilişkinin veya korelasyonun olduğu anlamına gelmektedir (Altunışık ve

diğerleri, 2010: 234-235). Model 1'de bağımlı değişkenle bağımsız değişkenlerle arasındaki korelasyon (0,896)'dir. Dolayısıyla bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasında yüksek bir korelasyon olduğu söylenebilir.

R^2 değeri ise modelin açıklama gücüdür. Belirleme katsayısı olarak da bilinen R^2 değeri bağımlı değişkendeki değişimin yüzde kaçının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir (Albayrak ve diğerleri, 2010: 267; Altunışık ve diğerleri, 2010: 235). Model 1'de bağımlı değişkendeki değişimin 0,80'lik kısmı seçilen bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır.

Modele dahil edilen bağımsız değişken sayısı arttığında R^2 değeri de yükselmektedir. Bu artış suni bir artış olabilir. Uyarlanmış R^2 değeri, modele görece katkısı az olan veya olmayan değişkenlerin sebep olduğu R^2 değerindeki suni artış dikkate alınarak hesaplanan ve modelin gerçek açıklama gücünü gösteren değerdir. Uyarlanmış R^2 değeri yalnızca eklenen değişken modelle ilişkili ise artar (Albayrak ve diğerleri, 2010: 267; Altunışık ve diğerleri, 2010: 235). Modelin gerçek açıklama gücünü gösteren uyarlanmış R^2 değeri yaklaşık 0,80'dir. Dolayısıyla sermaye yapısını açıklayan faktörler sermaye yapısındaki değişimin yaklaşık 0,80'nini açıklayabilmektedir.

Regresyon modelinin anlamlı olup olmadığını incelemek için ANOVA testi uygulanmaktadır. ANOVA testi sonucunda hesaplanan F değerine karşılık gelen anlamlılık seviyesi, oluşturulan modelin uygun olup olmadığını göstermektedir (Altunışık ve diğerleri, 2010: 236). Analiz sonucunda F değeri 118,977 olarak hesaplanmıştır. F değerinin yüksek bulunmasının sebebi likidite düzeyi değişkeni ile TB/TA oranı arasındaki pearson korelasyonu (-0,858) ve kısmi korelasyon (-0,890)'nun yüksek olmasıdır. F değerine karşılık gelen anlamlılık düzeyi (0,000) 0,05'ten küçük ve anlamlıdır. Bu ise, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla modelin bağımlı değişkenin açıklanmasında önemli katkı sağladığı görülmektedir.

Durbin-Watson testi ile modelde otokorelasyon olup olmadığı belirlenmektedir. Genellikle 1,5-2,5 civarında bir Durbin-Watson testi değeri modelde otokorelasyon

olmadığını gösterir (Albayrak ve diğerleri, 2010: 267). Model 1'e ait hesaplanan Durbin-Watson değeri 1,747'dir ve modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Regresyon analizinin diğer bir varsayımı modelde değişken varyans sorununun olmamasıdır. Bu varsayımın tespiti için hata terimlerinin karesi alınarak grafik üzerinde homojen dağılım gösterip göstermediği tespit edilmiştir. Ek-1'deki grafik incelendiğinde hata terimlerinin homojen dağılım gösterdiği ve modelde değişken varyans sorunu olmadığı görülmektedir.

Tablo 12'nin üst kısmında elde edilen katsayılar (β) ve bunlara ilişkin t değerleri görülmektedir. Katsayılara ait t istatistik değerlerinden modele dahil edilen her bir değişkenin ayrı ayrı anlamlı olup olmadığı belirlenmektedir ve t istatistiğinin anlamlılık düzeyinin 0,05'ten düşük olması açıklayıcı değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. β katsayısı diğer bağımsız değişkenlerin etkisi sabit tutularak, bağımlı değişken üzerine olan etkisidir. β katsayısının işareti söz konusu bağımsız değişkenin bağımlı değişken arasındaki ilişkinin yönünü göstermektedir (Altunışık ve diğerleri, 2010: 239).

Model 1'de likidite düzeyi ile varlık yapısı değişkenleri modele katkı sağlamaktadır. Likidite düzeyi TB/TA oranının en önemli belirleyicisi olarak tespit edilmiştir. Likidite düzeyi TB/TA oranını negatif (-0,842) ve anlamlı düzeyde etkilemektedir. Dolayısıyla firmaların likidite düzeyi arttığında TB/TA oranı azalmaktadır. Benzer şekilde, varlık yapısı değişkeni de TB/TA oranını negatif (-0,392) ve anlamlı biçimde etkilemektedir. Toplam varlıklar içinde net maddi duran varlıkların payı arttıkça TB/TA oranı azalmaktadır. Buna karşın karlılık, büyüme fırsatları ve firma büyüklüğü TB/TA oranı üzerindeki etkisi pozitif ancak anlamlı değildir. TB/TA oranı üzerinde anlamlı etkiye sahip olmayan BDVK'nın etkisi ise negatiftir.

Standardize edilmemiş katsayılar sütununda yer alan beta değerleri ise bağımsız değişkenlerin önem sırasını göstermektedir. İşaretine bakılmaksızın en yüksek beta değerine sahip değişken, görece olarak en önemli bağımsız değişkendir (Albayrak ve diğerleri, 2010: 269). Model 1'de görece olarak en önemli bağımsız değişken likidite düzeyidir.

Tablo 13: Model 2'ye Ait Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Edilmiş Katsayılar	t Değerleri	Anlamlılık Düzeyi	Korelasyon Değerleri	
	β	Standart Hata	Beta			Pearson Korelasyonu	Kısmi Korelasyon
Sabit Terim	-3,195	0,469		-6,812	0,000		
K	-0,416	0,347	-0,085	-1,197	0,233	-0,103	-0,090
BF	0,427	0,441	0,064	0,969	0,334	0,011	0,069
BDVK	-0,063	0,099	-0,044	-0,640	0,523	0,112	-0,049
VY	0,582	0,181	0,230	3,212	0,002	0,281	0,236
LD	-0,374	0,097	-0,268	-3,844	0,000	-0,377	-0,278
B	0,096	0,020	0,338	4,767	0,000	0,314	0,399
Uygunluk Testi							
R	0,526						
R ²	0,277						
Uyarlanmış R ²	0,252						
F Değeri	11,213				0,000		
Durbin Watson	2,013						
Model 2: $UVB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$							

Model 2'de sermaye yapısını açıklayan faktörler ile sermaye yapısı arasındaki korelasyon (R) 0,526'dır. Modelin gerçek açıklama gücünü gösteren uyarlanmış R² değeri yaklaşık 0,25'dir. Dolayısıyla sermaye yapısını açıklayan faktörler sermaye yapısındaki değişimin yaklaşık 0,25'ni açıklayabilmektedir.

ANOVA testi sonucunda oluşan F değerine karşılık gelen anlamlılık düzeyi (0,000) 0,05'ten küçük ve anlamlıdır. Bu ise bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla modelin bağımlı değişkenin açıklanmasında önemli katkı sağladığı görülmektedir.

Model 2'ye ait hesaplanan Durbin-Watson değeri 2,013'tür ve modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Ek-2'deki grafik incelendiğinde hata terimlerinin homojen dağılım gösterdiği ve modelde değişken varyans sorunu olmadığı görülmektedir.

Model 2’de varlık yapısı, likidite düzeyi ile ve büyüklük değişkenleri modele katkı sağlamaktadır. Varlık yapısı UVB/TA oranının en önemli belirleyicisi olarak tespit edilmiştir. Varlık yapısı ile TB/TA oranını pozitif (0,582) ve anlamlı düzeyde etkilemektedir. Dolayısıyla firmaların toplam varlıklar içinde net maddi duran varlıkların payı arttığında UVB/TA oranı artmaktadır. Benzer şekilde, firma büyüklüğü değişkeni de UVB/TA oranını pozitif (0,096) ve anlamlı biçimde etkilemektedir. Ancak likidite düzeyi değişkeninin UVB/TA oranına etkisi negatif (-0,374)’tir. Dolayısıyla firmaların likidite düzeyi arttıkça UVB/TA oranı azalmaktadır. . Buna karşın karlılık ve BDVK’nın UVB/TA oranı üzerindeki etkisi negatif ancak anlamlı değildir. UVB/TA oranı üzerinde anlamlı etkiye sahip olmayan büyüme fırsatlarının etkisi pozitifdir.

Beta değerlerine bakıldığında görece olarak en önemli bağımsız değişkenler sırasıyla firma büyüklüğü, likidite düzeyi ve varlık yapısıdır.

Tablo 14: Model 3’e Ait Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Edilmiş Katsayılar	t Değerleri	Anlamlılık Düzeyi	Korelasyon Değerleri	
	β	Standart Hata	Beta			Pearson Korelasyonu	Kısmi Korelasyon
Sabit Terim	0,413	0,164		2,512	0,013		
K	0,309	0,122	0,088	2,542	0,012	-0,069	0,190
BF	-0,157	0,154	-0,033	-1,018	0,310	-0,108	-0,074
BDVK	0,065	0,035	0,063	1,890	0,060	0,095	0,145
VY	-0,626	0,063	-0,345	-9,867	0,000	-0,043	-0,598
LD	-0,969	0,034	-0,967	-28,462	0,000	-0,844	-0,907
B	-0,022	0,007	-0,107	-3,098	0,002	0,061	-0,231
Uygunluk Testi							
R	0,91						
R ²	0,828						
Uyarlanmış R ²	0,822						
F Değeri	141,137				0,000		
Durbin Watson	1,980						
[Model 3: $KVB/TA_i = \beta_0 + \beta_1 K_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 BDVK_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 LD_i + \beta_6 B_i + \epsilon_i$]							

Model 3’de sermaye yapısını açıklayan faktörler ile sermaye yapısı arasındaki korelasyon (R) 0,91’dir. Modelin gerçek açıklama gücünü gösteren uyarlanmış R^2 değeri yaklaşık 0,82’dir. Dolayısıyla sermaye yapısını açıklayan faktörler sermaye yapısındaki değişimin yaklaşık 0,82’ni açıklayabilmektedir.

ANOVA testi sonucunda oluşan F değerine karşılık gelen anlamlılık düzeyi (0,000) 0,05’ten küçük ve anlamlıdır. Dolayısıyla bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır ve modelin bağımlı değişkenin açıklanmasında önemli katkı sağladığı görülmektedir.

Model 3’e ait hesaplanan Durbin-Watson değeri 1,980’dir ve modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Ek-3’deki grafik incelendiğinde hata terimlerinin homojen dağılım gösterdiği ve modelde değişken varyans sorunu olmadığı görülmektedir.

Model 3’te karlılık, varlık yapısı, likidite düzeyi ve büyüklük değişkenleri modele katkı sağlamaktadır. KVB/TA oranının en önemli belirleyicisi olarak likidite düzeyi tespit edilmiştir. Likidite düzeyi ile KVB/TA oranını negatif (-0,969) ve anlamlı düzeyde etkilemektedir. Dolayısıyla firmaların likidite düzeyi yükseldikçe KVB/TA oranı azalmaktadır. Benzer şekilde, varlık yapısı (-0,626) ve firma büyüklüğü değişkeni (-0,022) de KVB/TA oranını negatif ve anlamlı biçimde etkilemektedir. Ancak karlılık değişkeni KVB/TA oranını pozitif (0,309) etkilemektedir. Dolayısıyla firmaların karlılığı arttıkça KVB/TA oranı da artmaktadır. Buna karşın büyüme fırsatlarının ve BDVK’nın KVB/TA oranı üzerindeki etkisi anlamlı değildir. Büyüme fırsatlarının KVB/TA oranı üzerindeki etkisi negatif, BDVK ise pozitifdir.

Beta değerlerine bakıldığında görece olarak en önemli bağımsız değişkenler sırasıyla likidite düzeyi, varlık yapısı ve firma büyüklüğüdür.

3.6. Bulguların Değerlendirilmesi

Tablo 15’te üç modele ait analiz sonuçları ve bu sonuçlara ait Dengeleme teorisi ile Finansman Hiyerarşisi teorisinin beklentileri gösterilmiştir.

Tablo 15: Analiz Sonuçları ve Sermaye Yapısı Teorilerinin Beklentileri

Kullanılan Değişkenler	Analiz Sonuçları			Dengeleme Teorisinin	Finansman Hiyerarşisi
	TB/TA	UVB/TA	KVB/TA		
Karlılık	x ¹	x	+	+	-
Büyüme Fırsatları	x	x	x	-	+
Borç Dışı Vergi Kalkanı	x	x	x	-	-
Varlık Yapısı	-	+	-	+	-
Likidite Düzeyi	-	-	-	+	-
Firma Büyüklüğü	x	+	-	+	-

Gerçekleştirilen regresyon analizi sonucunda modelin uygunluğunu test etmek üzere hesaplanan F değeri üç modelde de başarılı bulunmuştur. Modelin gerçek açıklama gücünü gösteren uyarlanmış R² değerleri Model 1 (0,795) ve Model 3 (0,822)'te oldukça yüksek hesaplanmıştır. Dolayısıyla sermaye yapısını açıklamak üzere seçilen bağımsız değişkenlerin söz konusu iki bağımlı değişkendeki (TB/TA, KVB/TA) değişimi açıklayıcılığı oldukça yüksektir. Ancak Model 2'de hesaplanan uyarlanmış R² değeri bu iki modele göre oldukça düşük (0,252) hesaplanmıştır. Dolayısıyla seçilen bağımsız değişkenler UVB/TA oranındaki değişimin yaklaşık 0,252'lik kısmını açıklayabilmektedir. Üç modelde de hesaplanan Durbin-Watson testi değerleri ile modellerde otokorelasyon bulunmadığını belirlenmiştir. Hata terimlerinin karesi alınarak grafik üzerinde homojen dağılıp dağılmadığı incelenmiş ve üç modelde de homojen dağıldığı belirlenmiştir. Dolayısıyla üç modelde de değişken varyans sorunu bulunmamaktadır.

Model 1'de likidite düzeyi ile varlık yapısı değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla TB/TA oranındaki değişimi açıklamada likidite düzeyi ve varlık yapısı değişkenleri önemli bir etkiye sahiptir. TB/TA oranının en önemli belirleyicisi olarak tespit edilen likidite düzeyi ile TB/TA oranı arasında negatif yönlü (-0,842) bir ilişki tespit edilmiştir. Firmaların likidite düzeyi yükseldikçe borçlanma oranı önemli bir düzeyde azalmaktadır. Yani firmalar, ihtiyaç duyduğu kaynağı iç kaynaklardan karşılamayı tercih etmektedir. Çalışmanın bu sonucu Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Benzer şekilde, TB/TA oranının ikinci belirleyicisi olarak tespit edilen varlık yapısı

¹ X işareti söz konusu değişkene ait anlamlı sonuç tespit edilemediğini göstermektedir.

değişkeni ile TB/TA oranı arasında negatif yönlü (-0,392) bir ilişki belirlenmiştir. Firmaların toplam varlıkları içinde net maddi duran varlıkların payı yükseldikçe borçlanma düzeyi azalmaktadır. Çalışmanın bu sonucu da Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Vade açısından bakıldığında, firmalar ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmayı (KVB/TA = 0,39) tercih etmektedirler. Kısa vadeli borçlanmada dönen varlıklar önemli olmaktadır, dolayısıyla net maddi duran varlıkların payı arttıkça borçlanma düzeyinin düşmesi normal kabul edilebilir.

Model 2’de likidite düzeyi, varlık yapısı ve firma büyüklüğü değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Uzun vadeli borçlanmanın en önemli belirleyicisi varlık yapısı olarak belirlenmiştir. UVB/TA oranı ile varlık yapısı arasındaki ilişki pozitif yönlü (0,582)’dür. Firmaların toplam varlıklarında net maddi duran varlıkların payı attıkça UVB/TA oranı yükselmektedir. Çalışmanın bu sonucu Dengeleme teorisini desteklemektedir. Benzer şekilde, UVB/TA oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü (0,096) bir ilişki belirlenmiştir. Dolayısıyla firmalar büyüdükçe toplam kaynak içinde uzun vadeli borçlanma düzeyi artmaktadır. Çalışmanın bu sonucu Dengeleme teorisi ile uyumludur. Ancak likidite düzeyi ile UVB/TA oranı arasında negatif yönlü (-0,374) bir ilişki belirlenmiştir. Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumlu olan bu sonuca göre, firmaların likidite düzeyi yükseldikçe toplam kaynakları içinde uzun vadeli borçlanmanın payı azalmaktadır.

Model 3’te likidite düzeyi, varlık yapısı, firma büyüklüğü ve karlılık değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Analiz sonuçlarına göre, likidite düzeyi kısa vadeli borçlanmanın en önemli belirleyicisidir ve diğer iki modelde olduğu gibi KVB/TA oranı ile likidite düzeyi arasında negatif yönlü (-0,969) bir ilişki belirlenmiştir. Benzer şekilde, varlık yapısı ile KVB/TA oranı arasındaki ilişki negatif yönlü (-0,626)’dür. Firmaların toplam varlıkları içinde net maddi duran varlıkların payı arttıkça toplam kaynakları içinde kısa vadeli borçlanmanın payı azalmaktadır. Firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi de negatif yönlü (-0,022)’dür. Söz konusu bu üç değişkene ait sonuçlar Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Kısa vadeli borçlanmanın diğer belirleyicisi ise karlılıktır. KVB/TA oranı ile karlılık arasında pozitif yönlü (0,309) bir ilişki belirlenmiştir. Firmaların karlılığı yükseldikçe kısa vadeli borçlanma oranı da artmaktadır. Çalışmanın bu sonucu Dengeleme teorisi ile uyumludur.

Tablo 16’da Türkiye’de yapılan benzer çalışmaların sonuçları ve analiz sonuçları karşılaştırmalı olarak özetlenmiştir. Karşılaştırmanın anlamlı olması için bağımsız değişkenleri bu çalışmanın bağımsız değişkenleri ile benzer olan çalışmalar seçilmiştir.

Tablo 16: Analiz Sonuçları ile Türkiye’de Yapılan Benzer Çalışmaların Karşılaştırılması

Değişkenler	Durukan (1997)	Yener (2002)	Acaravcı (2004)	Büyüktortop (2007)	Başaran (2008)	Demirhan (2009)	Uysal (2010)	Ata ve Ağ (2010)	Yakar (2011)	İrk (2012)	Analiz Sonuçları
K	-	X	-	-	-	-	+	X	-	-	+
BF	+	X	+	+	-	X	+	-	+	+	X
BDVK	-	-	X	+	-	X	-	X	X	+	X
VY	X	X	-	X	+	-	+	X	-	-	- ²
LD	X	X	X	X	-	-	X	-	X	X	-
B	+	+	X	+	X	+	+	+	+	+	+ ³

Karlılık değişkeni sadece Model 3’te istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Dengeleme teorisine göre, optimal sermaye yapısı borçlanmanın sağladığı vergi avantajı ile neden olduğu maliyetlerin dengelenmesi sonucu oluşmaktadır. Ayrıca bu teoriye göre karlı firmaların iflas maliyetlerinin ve geri ödememe riskinin düşük olması sebebiyle borçlanma imkanı fazladır. Dolayısıyla karlı firmaların borçlanmanın sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemeleri finansal kaldıraç düzeylerinin daha yüksek olmasıyla sonuçlanmaktadır. Dengeleme teorisi ile uyumlu olan çalışmanın bu sonucu, Türkiye’de yapılan diğer çalışmalardan (Uysal 2010 hariç) ve diğer ülkelerde Chen ve diğerleri (1998), Wiwattanakantang (1999), Drobotz ve Fix (2003), Shah ve Hizaji (2004), Chen (2004), Haung ve Song (2006), Rafiq ve diğerleri (2008) ve Frank ve Goyal (2009) tarafından yapılan çalışmalardan farklı çıkmıştır. Çalışmanın karlılık değişkenine ilişkin sonuç Türkiye’de ve diğer ülkelerde yapılan birçok çalışmadan farklı çıkması sebebiyle çalışmanın en dikkat çeken sonucudur.

² VY’nin sermaye yapısı üzerindeki etkisi Model 1 ve 3’te negatif, Model 2’de pozitiftir.

³ B’nün sermaye yapısı üzerindeki etkisi Model 2’de pozitif, Model 3’te negatiftir.

Üç modelde de büyüme fırsatları ve BDVK değişkenlerine ilişkin anlamlı ilişkiler elde edilememiştir. Büyüme fırsatlarına ilişkin sonuç Türkiye’de Karadeniz (2008) ve Demirhan (2009), diğer ülkelerde Chen ve diğerleri (1998), Drobotz ve Fix (2003) ve Psillaki ve Daskalakis (2009) tarafından yapılan çalışmanın sonuçları ile uyumludur. BDVK’na ilişkin sonuç ise Türkiye’de Karadeniz (2008), Demirhan (2009) ve Yakar (2011) ile diğer ülkelerde Drobotz ve Fix (2003) tarafından gerçekleştirilen çalışmaların sonuçları ile uyumludur.

Varlık yapısı değişkeni üç modelde de istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Model 1 ve Model 3’te varlık yapısı finansal kaldıraç düzeyini negatif, Model 2’de pozitif etkilemektedir. Dengeleme teorisine göre maddi duran varlıkların teminat olarak gösterilebilmesi ve iflas sonrasında dahi değer yaratabilmesi firmanın riskini azaltmaktadır. Bu nedenle, maddi duran varlığı yüksek olan firmaların finansal kaldıraç düzeyi daha yüksektir. Model 2’de elde edilen pozitif etki Dengeleme teorisi ile uyumludur. Bu sonuç, Türkiye’deki Başaran (2008) ve Uysal (2010)’ın ve diğer ülkelerde Chen ve diğerleri (1998), Wiwattanakantang (1999), Drobotz ve Fix (2003), Chen (2004), Haung ve Song (2006), Rafiq ve diğerleri (2008) Frank ve Goyal (2009), Noulas ve Genimakis (2011) tarafından gerçekleştirilen çalışmaları ile uyumludur.

Ancak Model 1 ve Model 3’te varlık yapısının finansal kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisi negatiftir. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre maddi duran varlığı fazla olan firmalarda asimetrik bilgi sorunu düşük olduğu için borçlanma ile finansmanı tercih edilmemektedir. Dolayısıyla varlık yapısı ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki vardır. Çalışmanın bu sonucu Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Türkiye’de yapılan benzer çalışmaların çoğunluğunda [(Acaravcı (2004), Demirhan (2009), Yakar (2011) ve Irk (2012)] da aynı sonuç elde edilmiştir. Psillaki ve Daskalis (2009), Wellalage ve Locke (2013), Alzomaia (2014)’nın çalışmaları da çalışmanın bu sonucunu desteklemektedir.

Likidite değişkeni üç modelde de istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Likidite düzeyinin finansal kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisi üç modelde de negatiftir ve bu sonuç Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre likidite düzeyi yüksek firmalarda borçlanma düzeyi düşüktür, çünkü likidite düzeyinin yüksek

olması durumunda yatırım fırsatlarını iç kaynaklardan karşılanmaktadır. Çalışmanın bu sonucu Türkiye’de Başaran (2008), Demirhan (2009), Ata ve Ağ (2010) ve diğer ülkelerde Erotis ve diğerleri (2007), Wellalage ve Locke (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışma sonuçları ile uyumludur.

Firma büyüklüğü değişkeni Model 2 ve Model 3’te istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Firma büyüklüğünün Model 2’de finansal kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisi pozitif ve bu sonuç Dengeleme teorisi ile uyumludur. Dengeleme teorisine göre büyük firmalar riski daha iyi dağıtabildiği ve daha düşük geri ödememe riski olduğu için borçlanma imkanı daha fazladır. Türkiye’de yapılan diğer çalışmaların tümünde firma büyüklüğünün finansal kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisi pozitif olarak tespit edilmiştir. Benzer şekilde, diğer ülkelerde yapılan çalışmalarla da firma büyüklüğünün finansal kaldıraç üzerindeki etkisi negatif olarak belirlenmiştir.

Firma büyüklüğünün Model 3’te finansal kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisi negatiftir ve bu sonuç Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre büyük firmaların küçük firmalara göre iç kaynakları daha fazladır ve öncelikle bu kaynakları kullandıkları için borçlanma düzeyleri düşüktür. Ayrıca firmalar büyüdükçe yatırımcılara daha fazla bilgi sağlamakta ve asimetric bilgi sorunu azalmaktadır. Dolayısıyla firmalar büyüdükçe hisse senetlerinin düşük değerlendirilme ihtimali azalmaktadır ve hisse senedi ihracı ile finansman tercih edilmektedir. Çalışmanın bu sonucu ise yerli ve yabancı literatürden farklı çıkmıştır.

Model 3’te karlılık ve firma büyüklüğü değişkenlerine ait sonuçlar yerli ve yabancı literatürden farklı çıkmıştır. Ancak diğer değişkenlere ait sonuçlar yerli ve yabancı literatürle benzerdir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmalarda ihtiyaç duyulan fon kaynağını özsermaye ve yabancı kaynak olmak üzere iki kaynaktan karşılanmaktadır. Özsermaye ile finansman, hisse senedi ihracı ve otofinsmandan oluşmaktadır. Kullanılan kısa ve uzun vadeli borç ise firmanın yabancı kaynaklarını oluşturmaktadır. Özsermaye ve uzun vadeli borçların bileşimi firmaların sermaye yapısını oluşturmaktadır ve bu iki kaynağın firmaya ayrı ayrı maliyetleri vardır. Sermaye yapısının değiştirilmesiyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaltılıp azaltılamayacağı ve dolayısıyla piyasa değerinin artırılıp artırılmayacağı finans literatüründe en çok tartışılan konulardan birisidir.

Klasik Sermaye Yapısı teorileri sadece tanımlayıcı savlara dayanmaktadır. Klasik Sermaye Yapısı yaklaşımları olarak ifade edilen bu yaklaşımlardan biri olan Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı göre, sermaye yapısındaki değişim firmanın piyasa değerini etkilemekte, Net Gelir Yaklaşımına göre etkilememektedir. Sermaye yapısı ile ilgili üçüncü bir yaklaşım olan Geleneksel Yaklaşımına göre ise optimal bir sermaye yapısı vardır. Optimal sermaye yapısına kadar özsermaye yerine borçlanma ile finansmanın tercih edilmesi firmanın piyasa değerini olumlu etkilemektedir, ancak bu noktadan sonra borçlanmaya devam edilmesi firmanın piyasa değerini azaltıcı bir etkiye neden olmaktadır.

Modigliani-Miller 1958 yılında yaptıkları çalışma ile sermaye yapısı konusunda ilk ampirik çalışmayı finans literatürüne kazandırmış ve Modern Sermaye Yapısı Teorilerinin temelini atmıştır. Modigliani-Miller belli varsayımlar altında sermaye yapısı ile piyasa değerinin bağımsız olduğunu belirlemiş ve bu çalışmaları ile Nobel ödülü almıştır. Ancak Modigliani-Miller ileri sürdükleri varsayımlarından dolayı birçok eleştiri almıştır. Modigliani-Miller'in çalışmasını temel alan birçok çalışma gerçekleştirilmiş ve bu konuda birçok teori geliştirilmiştir. Ancak yapılan çalışmalar sonucunda, sermaye yapısı kararlarında hangi teorinin geçerli olduğu konusunda bir görüş birliğine varılamamıştır. Bunun sebebi ise, sermaye yapısı kararlarının zaman, sektör, ülke, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi gibi birçok faktörlerden etkilenmesidir.

Modern Sermaye Yapısı teorilerinden Finansman Hiyerarşisi teorisi ile Dengeleme teorisi sermaye yapısı kararlarının birbirinden farklı konularına açıklık getiren iki önemli sermaye yapısı teorisidir. Bu çalışmada sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin Türkiye'deki imalat sektörü firmaları üzerinde araştırılması ve bu iki teoriden hangisinin imalat sektörü firmalarının sermaye yapısı kararlarını açıklamada geçerli olduğunu belirlemek amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda birinci bölümde sermaye yapısı kavramı ve sermaye yapısı unsurları açıklanmıştır. İkinci bölümde sermaye yapısı teorileri anlatıldıktan sonra Türkiye dışında ve Türkiye'de yapılan benzer çalışmalar özetlenmiştir. Çalışmanın son bölümünde imalat sektörü firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörler, 2012 yılı yıllık verileri kullanılarak çoklu regresyon analizi ile araştırılmıştır. İmalat sektöründe 192 firma bulunmaktadır, ancak 9 firmanın verilerine ulaşamaması nedeniyle 183 firmanın verileri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın sonuçları Finansman Hiyerarşisi teorisi ve Dengeleme teorisinin bu sonuçlara ilişkin beklentileri ile karşılaştırılarak hangi teorinin geçerli olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin Türkiye'de faaliyet gösteren imalatçı firmalar üzerinde araştırıldığı bu çalışmada, literatürdeki benzer çalışmalar referans alınarak sermaye yapısını tanımlayan bağımlı değişkenler ve sermaye yapısını açıklayan bağımsız değişkenler belirlenmiştir. Toplam borcun toplam aktife oranı, uzun vadeli borcun toplam aktife oranı ve kısa vadeli borcun toplam aktife oranı çalışmanın sermaye yapısını tanımlayan bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, likidite düzeyi ve firma büyüklüğü çalışmanın sermaye yapısını açıklayan bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Daha sonra Finansman Hiyerarşisi teorisi ve Dengeleme teorisinin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerine dair beklentileri açıklanmıştır.

Üç bağımlı değişken (toplam borcun toplam aktife oranı, uzun vadeli borcun toplam aktife oranı ve kısa vadeli borcun toplam aktife oranı) için üç ayrı regresyon modeli oluşturulmuş ve analiz 0,05 anlamlılık düzeyinde test edilmiştir. Büyüme fırsatları ve borç dışı vergi kalkanı değişkenleri üç modelde de istatistiksel anlamlılığa sahip değildir. Buna karşın karlılık değişkeni Model 3'te, varlık yapısı ve likidite düzeyi değişkenleri Model 1, Model 2 ve Model 3'te ve firma büyüklüğü Model 2 ve Model 3'te istatistiksel olarak

anlamalı çıkmıştır. Dolayısıyla karlılık, varlık yapısı, likidite düzeyi ve firma büyüklüğü firmaların sermaye yapısını belirleyen faktörler olarak tespit edilmiştir.

Analiz sonucunda karlılığın sermaye yapısı üzerindeki etkisi pozitif olarak belirlenmiştir. Dengeleme teorisinin karlı firmaların borçlanma düzeylerinin daha yüksek olduğu görüşünü destekleyen bu sonuç, Türkiye’de yapılan benzer çalışmalardan farklılık göstermektedir. Dengeleme teorisine göre karlılığı yüksek firmaların iflas riskinin düşük olması ve borçlanma imkanlarının daha fazla olması sebebiyle borçlanmanın sağladığı avantajdan yararlanmak istemeleri, karlı firmaların daha yüksek bir borçlanma düzeyi ile sonuçlanmasına neden olmaktadır. Çalışmanın bu sonucundan hareketle karlı firmaların borçlanma düzeylerinin daha yüksek olduğu söylenebilir.

Varlık yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisi Model 1 ve Model 3’te negatif, Model 2’de pozitiftir. Dolayısıyla firmaların toplam aktifindeki net maddi duran varlıkların oranı arttıkça uzun vadeli borç artmakta, kısa vadeli borç azalmaktadır. Toplam borçlanma düzeyini gösteren toplam borcun toplam aktife oranı da toplam aktifte net maddi duran varlıkların oranı arttıkça azalmaktadır. Firmaların borçlarının ağırlıklı çoğunluğunu kısa vadeli borçların oluşturduğu göz önünde bulundurulduğunda çalışmanın bu sonucunun kısa vadeli borcun toplam aktife oranı ile benzer olması normal olarak karşılanabilir. Model 2’de varlık yapısının sermaye yapısı üzerindeki pozitif etkisi, Dengeleme teorisinin net maddi duran varlıkların finansal kaldıraç düzeyini pozitif yönde etkileyeceği görüşünü desteklemektedir. Çalışmanın bu sonucu maddi duran varlığı yüksek firmaların uzun vadeli borçlanma düzeyinin daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Model 1 ve Model 3’te varlık yapısının sermaye yapısı üzerindeki negatif etkisi Finansman Hiyerarşisi teorisi ile uyumludur. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre varlık yapısının sermaye yapısı üzerindeki negatif etkisinin nedeni, maddi duran varlığı fazla olan firmaların asimetric bilgi probleminin düşük olmasıdır. Asimetric bilgi problemi düşük olduğunda hisse senetlerinin düşük değerlendirme olasılığı da düşüktür ve bu sebeple borçlanma ile finansman tercih edilmemektedir. Dolayısıyla firmaların varlık yapısında maddi duran varlıkların payı arttıkça toplam borçlanma ve kısa vadeli borçlanma düzeyi azalmaktadır.

Likidite düzeyi üç modelde de istatistiksel anlamlılığa sahiptir ve sermaye yapısı üzerindeki etkisi negatiftir. Dolayısıyla çalışmanın bu sonucu Finansman Hiyerarşisi teorisinin firmaların likidite düzeyi yükseldikçe borçlanma düzeylerinin de yükseleceği görüşünü desteklemektedir. Finansman Hiyerarşisi teorisine göre bu negatif etkinin nedeni, likidite düzeyi yüksek firmaların, yatırım fırsatlarını iç kaynaklardan karşılamayı tercih etmeleridir. Çalışmanın bu sonucu likidite düzeyi düşük firmaların borçlanma düzeyinin daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Analiz sonucunda, firma büyüklüğü sermaye yapısını belirleyen diğer bir faktör olarak belirlenmiştir. Model 2’de firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi pozitif yönlüdür. Çalışmanın bu sonucu Dengeleme teorisinin büyük firmaların borçlanma düzeylerinin daha yüksek olacağı görüşünü desteklemektedir. Dengeleme teorisine göre, büyük firmalar riski daha iyi dağıtabildiği ve daha düşük geri ödememe riskine sahip olduğu için kredibilitesi de yüksektir. Dolayısıyla büyük firmaların borçlanma imkanı daha fazla olduğu için borçlanma düzeyi de daha yüksektir. Çalışmanın bu sonucundan hareketle büyük firmaların uzun vadeli borçlanma düzeylerinin daha yüksek olduğu söylenebilir.

Model 3’te firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi negatif yönlüdür. Çalışmanın bu sonucu büyük firmaların küçük firmalara göre iç kaynakları daha fazla olduğu ve öncelikle bu kaynakları kullandığı için borçlanma düzeylerinin düşük olduğu görüşünü desteklemektedir. Çalışmanın bu sonucundan hareketle küçük firmaların büyük firmalara göre daha fazla kısa vadeli borç kaynak kullandığı söylenebilir.

Çalışmanın sonuçlarına genel olarak bakıldığında imalat sektörü firmalarının sermaye yapısı kararlarını ne tam olarak Finansman Hiyerarşisi teorisi ne de Dengeleme teorisi açıklayabilmektedir. Çalışmanın sonuçlarının bir kısmı Finansman Hiyerarşi teorisini, bir kısmı Dengeleme teorisini desteklemektedir. Dolayısıyla imalatçı firmaların sermaye yapısı kararlarını bu iki teori de tam olarak açıklayamamaktadır.

Çalışma sonucunda uzun vadeli borçlanmanın en önemli belirleyicisi olarak varlık yapısı tespit edilmiştir. Maddi duran varlığı yüksek firmaların uzun vadeli borç düzeyi daha yüksektir. Ayrıca büyük firmaların uzun vadeli borç düzeyinin daha yüksek olduğu

belirlenmiştir. Dolayısıyla büyük ve maddi duran varlığı yüksek firmaların uzun vadeli borç düzeyi daha fazladır.

Toplam borçlanma ve kısa vadeli borçlanma düzeyinin en önemli belirleyicisi likidite düzeyi olarak belirlenmiştir. Likiditesi yüksek firmalar finansman ihtiyaçlarını likit varlıklardan karşılamaktadır. Ayrıca çalışma sonucunda karlılığı yüksek ve küçük firmaların kısa vadeli borçlanma düzeyinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla likidite ihtiyacı olan karlı ve küçük firmaların kısa vadeli borçlanma düzeyi daha yüksektir.

Türkiye’de yapılan benzer çalışmalarda karlılığı yüksek firmaların borçlanma düzeylerinin daha düşük olduğu belirlenmiştir. Ancak bu çalışmada karlılık yükseldikçe borçlanma düzeyinin arttığı belirlenmiştir. Karlı firmaların borç kaynak kullanmaya teşvik eden nedenler ilerde yapılacak benzer çalışmalarda araştırılarak bu konuya açıklık getirilebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Acaravcı, Songül Kakilli (2004), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akgüç, Öztin (1998), **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7.Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akkaya, G. Cenk (2008), “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, (30), 1-13.
- Altunışık, Remzi ve diğerleri (2010), **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri: SPSS Uygulamalı**, 6.Baskı, Sakarya: Sakarya Yayıncılık.
- Alzomaia, Turki SF (2014),“ Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia”, **The International Journal of Business and Finance Research**, 8 (2), 53-67.
- Ata, Ali ve Ağ, Yusuf (2010), “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (11), 45-60.
- Aydın, Nurhan (Ed.) (2013), **Finansal Yönetim II**, No.1728, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey (2002), “Market Timing and Capital Structure”, **The Journal of Finance**, 57 (1), 1-32.
- Ban, Ünsal ve Ercan, Kamil (2005), **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

- Barry, Christopher B. ve diğerkleri (2005), “Interest Rates and the Timing of Corporate Debt Issues”, **Texas Christian University Working Paper**, <http://sbuweb.tcu.edu/vmihov/Research/BMMRDebtTiming08312005.pdf> (28.12.2013).
- Başaran, Ümit (2008), **İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bolak, Mehmet (2010), **İşletme Finansı**, 1.Baskı, İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Brealey, Richard A. ve diğerkleri (2006), **Principles of Corporate Finance**, 8th Ed., New York: McGraw-Hill Publisher.
- Brigham, Eugene F. ve Houston Joel F. (2001), **Fundamentals of Financial Management**, 9th Ed., The USA: Harcourt College Publisher.
- Burca, Nazif (2008), **Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Büyüktortop, Müge (2007), **Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ceylan, Ali (1998), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 5.Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chen, Jean J. (2004), “Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies”, **Journal of Business Research**, (57), 1341-1351.
- Chen, Linda H. ve diğerkleri (1998), “The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data”, **The European Economic Association Annual Congress, Berlin**, September 2 (5), 1-33.
- Cole, Robel A. (2013), “What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance”, **Financial Management**, 777-813.
- Çabuk, Adem ve Lazol, İbrahim (2010), **Mali Tablolar Analizi**, 9.Baskı, Bursa: Ekin Yayınları.

- Dağlı, Hüseyin (1997), “Sermaye Yapısı Teorileri: Firma Yöneticilerinin Görüşleri Açısından Türkiye İçin Genel Bir Değerlendirme”, **Qafqaz Üniversitesi Sentyabr 1997 Konferansları**, 1-10.
- Dağlı, Hüseyin (1998), “Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler”, **Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi**, 12 (1-2), 115-131.
- _____ (2001), **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- _____ (2009), **Finansal Yönetim**, 5.Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- _____ (2012), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Damodaran, Aswath (1999), **Applied Corporate Finance: A User’s Manual**, 1st Ed., The USA: Wiley Publisher.
- Demirhan, Dilek (2009), “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, 9 (2), 677-697.
- Dinçergök, Burcu (2010), **Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Drobetz, Wolfgang ve Fix, Roger (2003), “What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence from Switzerland”, **WWZ/Department of Finance Working Paper**, 4 (3), 1-38.
- Durukan, M. Banu (1997), “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995”, **İMKB Dergisi**, 1 (3), 75-91.
- Ehrhardt, Michael C.ve Brigham. Eugene F. (2008), **Financial Management: Theory and Practice**, 12 Ed., The USA: South-Western College Publisher.
- Erdoğan, Muammer (1990), **İşletme Finansı**, No.2, Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu Yayınları.
- Eriotis, Nikolaos ve diğerleri (2007), “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study”, **Managerial Finance**, 33 (5), 321-331.

- Frank, Murray Z. ve Goyal, Vidhan K. (2009), “Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important ?”, **Financial Management**, (38), 1-37.
- Ghazouani, Tarek (2013), “The Capital Structure Through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, 3 (3), 625-636.
- Graham, John R. ve Harvey, Campbell R. (2001), “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, **Journal of Financial Economics**, (60), 187-243.
- Harris, Milton ve Raviv, Artur (1991), “The Theory of Capital Structure”, **The Journal of Finance**, 46 (1), 297-355.
- Huang, Guihai ve Song, Frank M. (2006), “The Determinants of Capital Structure: Evidence from China”, **China Economic Review**, (17), 14-36.
- Huang, Rongbing ve Ritter, Jay R. (2005), “Testing the Market Timing Theory of Capital Structure”, **University of Florida Working Paper**, <http://www3.nd.edu/~pschultz/HuangRitter.pdf> (28.12.2013).
- Irk, Ersin (2012), **Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Jensen, Michael C. ve Meckling, William (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3 (4), 305-360.
- Jordan, Bradford D. ve diğerleri (2003), **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Ed., The USA: McGraw-Hill Publisher.
- Kabakçı, Yurdagül (2007), **Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kalaycı, Şeref (Ed.) (2010), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, 5.Baskı, Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti.

- Karadeniz, Erdinç (2008), **Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Keown, Arthur J. ve diğerleri (2001), **Financial Management: Principles and Applications**, 9th Ed., The USA: Prentice Hall Publisher.
- Kim, Han E. ve diğerleri (1984), “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, **The Journal of Finance**, 39 (3), 857-878.
- Kurun, Engin ve diğerleri (2013), “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB’de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi”, **Ege Akademik Bakış**, 13 (4), 481-496.
- Miller, Merton H. (1977), “Debt and Taxes”, **American Finance Association**, 32 (2), 261-275.
- Modigliani, Franco ve Miller, Merton H. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, **The American Economic Review**, 48 (3), 261-297.
- _____ (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, **The American Economic Review**, 53 (3), 433-443.
- Moyer, R. Charles ve diğerleri (1984), **Contemporary Financial Management**, 2nd Ed., The USA: West Publish Company.
- Myers, Stewart C. (1984), “The Capital Structure Puzzle”, **The Journal of Finance**, 39 (3), 575-592.
- Myers, Stewart C. ve diğerleri (1995), **Fundamentals of Corporate Finance**, 3rd Ed., The USA: McGraw-Hill Publisher.
- Noulas, A. ve Genimakis, G. (2011), “The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Greek Listed Companies”, **Applied Financial Economics**, (21), 379-387.
- Özdemir, Muharrem (1997), **Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Paramasivan, C. ve Subramanian T. (2008), **Financial Management**, 1st Ed., India: New Age International Pvt. Ltd. Publisher.

- Poyraz, Erkan (2008), **Finansal Yönetim: Açıklamalı Örneklerle**, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Psillaki, Maria ve Daskalakis, Nikolaos (2009), “Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific?”, **Small Business Economics**, (33), 319-333.
- Quiry, Pascal ve diğerleri (2009), **Corporate Finance: Theory and Practice**, 2nd Ed., The USA: Wiley Publisher.
- Rafiq, Muhammad ve diğerleri (2008), “The Determinants of Capital Structure of the Chemical Industry in Pakistan”, **The Lahore Journal of Economics**, 13 (1), 139-158.
- Ross, Stephen A. (1977), “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach”, **The Bell Journal of Economics**, 8 (1), 23-40.
- Sayılgan ve diğerleri (2006), “The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data”, **International Journal of Investment Management and Financial Innovations**, (3), <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf> (27.12.2013).
- Sayılgan, Güven ve Uysal, Bahadır (2011), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996-2008”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 66 (4), 101-124.
- Sayman, Yahya (2012), **Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sevil, Güven ve Başar, Mehmet (Ed.) (2012), **Finansal Yönetim I**, No.1547, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Shah, Attaullah ve Hijazi, Tahir (2004), “The Determinants of Capital Structure of Stock Exchange-listed Non-financial Firms in Pakistan”, **The Pakistan Development Review**, 43 (4), Part II:605-618.
- Shah, Syed Zulfiqar Ali ve Kausar, Jam-e (2012), “Determinants of Capital Structure of Leasing Companies in Pakistan”, **Applied Financial Economics**, (22), 1841-1853.
- Shim, Jeak K. ve Siegel, Joel G. (1998), **Financial Management**, 2nd Ed., The USA: McGraw-Hill Publisher.

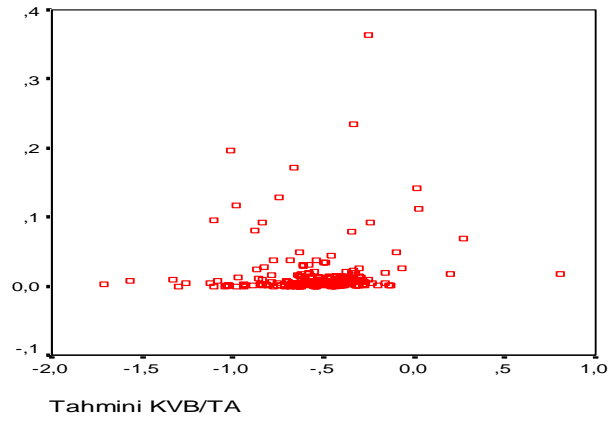
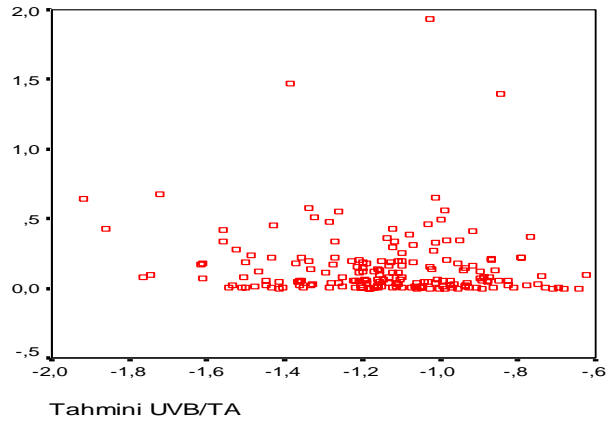
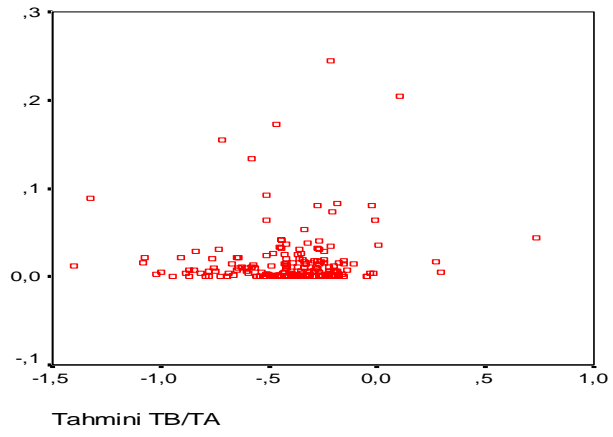
- Terim, Burak (2009), **Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Turan, Şefik Tolga (2006), **Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Türko, Metin (2002), **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Umutlu, Göknur (2008), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı ve Piyasa Zamanlaması İlişkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uysal, Bahadır (2010), **Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Sektörel Bir İnceleme**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Van Horne, James C. (1998), **Financial Management and Policy**, 12th Ed., The USA: Prentice Hall Publisher.
- Van Horne, James C. ve Wachowicz, John M. (2008), **Fundamentals of Financial Management**, 13th Ed., The U.S.A: Prentice Hall Publisher.
- Wellalage, Nirosha Hewa ve Locke Stuart (2013), “Capital Structure and Its Determinants in New Zealand Firms”, **Journal of Business Economics and Management**, 14 (5), 852-866.
- Wiwattanakantang, Yupana (1999), “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms”, **Pacific-Basin Finance Journal**, (7), 371-403.
- Yakar, Rafet (2011), **Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yener, Ahmet Levent (2002), **Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beş yüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yükeri, Yılmaz (2009), **İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’nde Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

EKLER

EK-1: Model 1'de Değişken Varyans Sorunlarının Tespitleri



ÖZGEÇMİŞ

1990 yılında Trabzon'un Araklı ilçesinde doğdu. 2007 yılında orta öğretimini Trabzon Yunus Emre Lisesinde tamamladı. 2011 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden mezun oldu. 2011 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü Finans Bilim Dalında Yüksek Lisansına başladı. Yabancı dil olarak İngilizce bilmektedir. 2013 yılında (15.05-15.09.2013) Trabzon Ticaret Borsası tarafından yürütülen AB projesinde analiz uzmanı olarak görev yaptı.