

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARININ
KARLILIK DÜZEYLERİNE ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Süleyman Anıl MELEK

MAYIS-2015

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARININ
KARLILIK DÜZEYLERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Süleyman Anıl MELEK

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ahmet KURTARAN

MAYIS-2015

TRABZON

ONAY

Süleyman Anıl Melek tarafından hazırlanan İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARININ KARLILIK DÜZEYLERİNE ETKİSİ adlı bu çalışma 29 / 06 / 2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Muhasebe Finansman Anabilim dalında **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI (Başkan)

Doç. Dr. Ahmet KURTARAN (Danışman)

Doç. Dr. Hasan AYAYDIN (Üye)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. .././2015

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

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

Süleyman Anıl MELEK

29 / 06 / 2015

ÖNSÖZ

Bu çalışmada halka açık işletmelerin sermaye yapısı kararları ile karlılıkları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin verileri kullanılmıştır. Sermaye yapısı kararlarının incelenmesinde kaldıraç oranları ve halka açıklık oranı kullanılırken, performansın göstergesi olarak ise karlılık oranları dikkate alınmıştır.

Tez çalışmam ve yüksek lisans öğrenimim boyunca bana yardımlarını eksiksiz ileten danışman hocam Sayın Doç. Dr. Ahmet KURTARAN'a, öğrenim hayatım ve tez çalışmam boyunca desteğini hiç esirgemeyen sevgili teyzem Sayın Selvin Ülkü SEKRETER'e ve tüm aile fertlerime katkılarından dolayı sonsuz teşekkürler ederim.

Mayıs, 2015

Süleyman Anıl MELEK

İÇİNDEKİLER

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

BİRİNCİ BOLÜM

1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE UNSURLARI	3-32
1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
1.2. Sermaye Yapısını Oluşturan Unsurlar	5
1.2.1. Özsermaye	5
1.2.1.1. Ödenmiş Sermaye	6
1.2.1.2. Hisse Senetleri.....	6
1.2.1.2.1. Hisse Senetlerinin Sahiplerine Sağladığı Haklar	7
1.2.1.2.2. Hisse Senedi Çeşitleri	8
1.2.1.3. Otofinsman Kaynakları	9
1.2.1.3.1. Sermaye Yedekleri.....	10
1.2.1.3.2. Kar Yedekleri.....	11
1.2.1.3.3. Amortismanlar	12
1.2.1.3.4. Karşılıklar	13
1.2.1.4. Öz Sermaye ile Finansmanın Avantajlı ve Dezavantajlı Yönleri	13
1.2.1.5. Öz Sermaye ile Finansman Kararını Etkileyen Faktörler	15
1.2.2. Yabancı Kaynaklar	17

1.2.2.1. Banka Kredileri	18
1.2.2.2. Ticari Krediler	19
1.2.2.3. Finansman Bonoları	22
1.2.2.4. Tahviller	23
1.2.2.5. Finansal Kiralama	25
1.2.2.6. Faktöring	27
1.2.2.7. Yabancı Kaynak ile Finansmanın Avantajlı ve Dezavantajlı Yönleri	29
1.2.3. Öz Sermaye ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması	30

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAKLAŞIMLAR VE LİTERATÜR ÇALIŞMASI.....	33-71
2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar	33
2.1.1. Temel Yaklaşımlar	34
2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	34
2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	36
2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	39
2.1.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	41
2.1.2. Modern Yaklaşımlar	46
2.1.2.1. Dengeleme Yaklaşımı	46
2.1.2.1.1. Dengeleme Yaklaşımında Vergi Etkisi	48
2.1.2.1.2. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri	48
2.1.2.1.3. Temsilci Maliyetleri.....	50
2.1.2.2. Asimetrik Bilgi Teorisi	51
2.1.2.2.1. Finansman Hiyerarşisi Yaklaşımı	52
2.1.2.2.2. Sinyal Yaklaşımı.....	54
2.1.2.3. Piyasa Zamanlaması Yaklaşımı	55
2.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Literatür Çalışması	56
2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Dünya’da Yapılan Çalışmalar	56
2.2.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	63

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARININ KARLILIK DÜZEYLERİNE ETKİSİ	72-99
3.1. Araştırmanın Amacı.....	72
3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi	72
3.2.1. Değişkenlerin Tanımlanması.....	73
3.2.1.1. Bağımsız Değişkenler	73
3.2.1.2. Bağımlı Değişkenler.....	75
3.3. Hipotezler ve Modeller	77
3.4. Bulgular	79
3.4.1. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri	79
3.4.1.1. İşletmelerin Kaynak Yapısı Dağılımları	81
3.4.1.2. İşletmelerin Karlılıklarının Dağılımı.....	84
3.4.1.3. İşletmelerin Halka Açıklık Durumları	88
3.4.2. Analiz Sonuçları	91
3.4.2.1. Aktif Karlılığa Yönelik Sonuçlar	92
3.4.2.2. Özsermaye Karlılığa Yönelik Sonuçlar	94
3.4.2.3. Faaliyet Kar Marjına Yönelik Sonuçlar	96
3.4.2.4. Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranına Yönelik Sonuçlar	98
SONUÇ VE ÖNERİLER	100
YARARLANILAN KAYNAKLAR	104
ÖZGEÇMİŞ	115

ÖZET

Bu çalışmada işletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılıkları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla Borsa İstanbul (BİST)'a kayıtlı ve imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin verileri analiz edilmiştir. Çalışmada panel en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemle işletmelerin halka açıklık oranı, kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif, borç/özsermaye ve finansal borç/toplam aktif oranlarının aktif karlılık oranı, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları değerlendirildiğinde, işletmelerin borçlanma düzeyi arttığında özsermaye karlılığının arttığı fakat halka açıklık oranları arttığında, özsermaye karlılığının azaldığı görülmektedir. Ayrıca işletmelerin kısa vadeli borcu azaldığında aktif karlılıklarının artabileceği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Performans, Karlılık, Halka Açıklık Oranı

ABSTRACT

In this study investigated to effect of capital structure decision on firm's profitability. With the purpose, firms that listed on Borsa İstanbul (BIST) manufacturing sector analyzed data to redarging 2009-2013 period. In the study used to panel least squares. With this method researched that effect of firms of ratios of short-term debt/total assets, long-termdebt/total assets, debt/equity, financial debt/total assets and free float on return on asset (ROA), return on equity (ROE), operating profit margin and operating cash flow/total assets ratio. When the result of the study are evaluated, they show that return on equity increased when borrowing level of firms increased but return on equity decreased when free float ratios of firms increased. Also they show that may increased return on assets when short-term debts of firms decreased.

Key Words: Capital Structure, Performance, Profitability, Free Float Ratio.

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Özsermaye ile Yabancı Kaynak Arasındaki Farklar	32
2	Bağımsız Değişkenler	75
3	Bağımlı Değişkenler	76
4	Tüm Döneme İlişkin Genel Tanımlayıcı İstatistikler	80
5	Yıllara İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	80
6	2009-2013 Döneminde İşletmeler ve Karlılıkları Düzeyleri	86
7	Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	92
8	Aktif Karlılığa Göre Model Sonuçları	93
9	Özsermaye Karlılığına Göre Model Sonuçları	95
10	Faaliyet Kar Marjına Göre Model Sonuçları	97
11	Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranına Göre Model Sonuçları	98

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekillerin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Net Gelir Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki	35
2	Net Gelir Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki	36
3	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki .	37
4	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki	38
5	Geleneksel Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki.....	40
6	Geleneksel Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki.....	40
7	Sermaye Yapısını Dengeleme Teorisi.....	47

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiklerin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Kısa Vadeli Kaynakların Dağılımı	81
2	Uzun Vadeli Kaynakların Dağılımı	82
3	Finansal Borçların Toplam Kaynaklar İçindeki Dağılımı	83
4	Yıllara Göre Kaynak Dağılımı (Ortalama)	84
5	İşletmelerin Karlılık Dağılımları	85
6	İşletmelerin BÖ Oranına Göre Aktif Karlılıkları.....	86
7	İşletmelerin BÖ Oranına Göre Özsermaye Karlılıkları	87
8	İşletmelerin BÖ Oranına Göre Faaliyet Kar Marjları.....	88
9	Halka Açıklık Oranlarının Dağılımı	89
10	Halka Açıklık Oranı ile Karlılık Arasındaki İlişkinin Gösterimi	90
11	Halka Açıklık Oranına Göre Karlılık Dağılımı (Ort. 0,2944)	90

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
E	: Equity
Ed.	: Editör
EKK	: En Küçük Kareler
ELA	: European Leasing Association
FB	: Finansal Borç
FD	: Financial Debt
FED	: Federal Reserve System
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
HAO	: Halka Açıklık Oranı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
KDV	: Katma Değer Vergisi
KVB	: Kısa Vadeli Borç
LTD	: Long-Term Debt
ÖZ	: Özsermaye
ROA	: Return on Assets
ROE	: Return on Equity
ROI	: Return on Investment
ROS	: Return on Sales
STD	: Short-Term Debt
TA	: Toplam Aktif
TA	: Total Assets
TB	: Toplam Borç
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UVB	: Uzun Vadeli Borç
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

İşletmelerin kuruluşları ile başlayan yatırım, üretim, pazarlama, kar dağıtım gibi konularla devam eden ekonomik ömürleri içerisinde almaları gereken bazı önemli kararlar bulunmaktadır. Bu önemli kararların arasında hiç kuşkusuz sermaye yapısı kararları gelmektedir. İşletmeler, üretim yapabilecekleri tesislerin ediniminde önemli derecede ve büyük bir miktarda fon bulmak ve bu fonu başarılı bir biçimde kullanmak zorundadırlar. Bu fonlar işletme sahipleri tarafından edinileceği gibi işletme dışı tasarruf sahiplerinden de edinilebilmektedir. Burada işletmelerin finans yöneticilerinin sorumluluğu ise bu iki fon kaynağı arasında denge oluşturarak işletmenin optimal sermaye yapısını kurmak olacaktır. Bu yapı kurulurken öncelikle işletmenin kendi çıkarları göz önüne alınmalı, fon sahiplerinin ve paydaşların çıkarları ikinci planda tutulmalıdır.

Finans literatüründe önemli bir yere sahip olan sermaye yapısı kararları ile ilgili ilk çalışmaları MM (1958) yapmış, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı ve geleneksel yaklaşım gibi temel yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımların varsayımları üzerine literatürde birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalar sonucunda modern yaklaşımlar olarak da bilinen yeni görüşler ortaya atılmıştır. Sermaye yapısı kararlarının hangi faktörlerden etkilendiği konusu ise daha çok ağırlık kazanmıştır.

İşletmelerin hayatlarını sürdürebilmeleri için gerekli faktörlerden bir diğeri ise, faaliyetleri sonucunda elde ettikleri performans göstergesi olan karlılıktır. Karlılık kavramı, işletmelerin faaliyetleri sonucu oluşturdukları etkinliğin ne kadar başarılı ya da başarısız olduğunu gösteren en önemli faktördür.

Menkul kıymetler borsası işletmelerin kaynak temininde ve sermayeyi tabana yayma konusunda işletmelere kolaylık sağlamaktadır. Borsada işlem gören işletmeler özsermaye ve yabancı kaynak edinmede diğer işletmelere nazaran daha etkin konumdadırlar. Bu açıdan halka açık işletmelerin kaynak temini sonrası karlılıklarının hangi düzeyde olduğu önemli bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışma halka açık işletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılıkları üzerinde oluşturduğu etkiyi incelemektedir. Bu amaçla Borsa İstanbul'da işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren halka açık işletmelerin 2009-2013 dönemlerine ait finansal verileri panel en küçük kareler (EKK) yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz de SPSS 21 istatistik programı kullanılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, sermaye yapısı kavramı tanımlanarak özsermaye ve yabancı kaynak olmak üzere sermaye yapısının iki unsuru ayrıntılı olarak açıklanmış ve bölüm sonunda sermaye yapısı unsurları karşılaştırılmıştır.

İkinci bölümde sermaye yapısı konusu ile ilgili olarak klasik yaklaşımlar olarak bilinen net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımları ile modern yaklaşımlar olarak bilinen dengeleme, finansman hiyerarşisi ve sinyal yaklaşımları ile ilgili teorik açıklamalar yapılmıştır. Bölümün devamında ise finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde işletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeyleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaçla Türkiye'de faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören imalat işletmelerinin 2009-2013 dönemine ilişkin verileri en küçük kareler yöntemi ile analiz edilmiştir. Analizde kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif, borç/özsermaye, finansal borç/toplam aktif ve halka açıklık oranlarının aktif karlılık, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE UNSURLARI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

1900'lü yılların başlarına kadar işletmelerde temel amaç, kar maksimizasyonu iken son günlerde karın sübjektif bir kavram olduğu görülmektedir. "Finans yöneticisinin temel amacı, işletmenin piyasa değerini veya işletme ortaklarının servetini maksimum yapmaktır. İşletmenin piyasa değerinin maksimum yapılması için, finansal yönetim fonksiyonlarının en iyi şekilde yerine getirilmesi gerekmektedir" (Ceylan, 2003: 3).

Finansal yönetim, işletmelerin hedeflerine ulaşabilmesinde varlıkların edinme, finansman ve kar dağıtım faaliyetlerini içeren tümleşik bir süreç oluşturur. Finans yönetiminin bu faaliyetleri arasında en büyük öneme sahip olan işlevin finansman olduğu söylenebilir. Finansman kararları, işletmelerin varlıkları finanse etmede hangi kaynağı tercih edeceklerini, bu kaynaklardan ne kadar zamanla yararlanmak istediklerini belirlemeye çalışacağından finansman faaliyetlerinde performans değerlendirmesi ve alternatifler arasında seçim yapma gereksinimleri ortaya çıkar (Baker ve Martin, 2011: 1).

İşletmeler kuruluş, üretim ve faaliyetlerini sürdürmek için belirli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. İşletmelerin bu kaynaklarının bütünü sermaye kavramı ile ilgilidir. Finansal bakış açısıyla sermaye, bilançonun pasif tarafındaki kaynaklardır. Bu kaynakların birleşiminden ise sermaye yapısı kavramı doğmaktadır. İşletmeler fon ihtiyaçlarını yabancı kaynaklar ve özsermaye olmak üzere iki kaynaktan karşılar.

İşletme dışından sağlanan yabancı kaynaklar (borçlar) vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir. Yabancı kaynaklar işletmenin vadesinde ve şartlarına uygun olarak ödemek üzere aldığı ödünç paradır ve genel olarak işletmenin yükümlülüğünü gösterir (Türko, 2002: 489).

“Özsermaye, işletmeye belli bir vade koşulu olmadan, işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılmak üzere ve belirli dönemlerde getiri elde etme beklentisi ile hisse sahipleri tarafından yatırılan kaynaklar olarak tanımlanabilir” (Babuşçu ve Hazar, 2008: 534-550). Özsermaye dağıtılmamış karlar, yedek akçeler ve yeniden değerlemeden oluşan artışlar gibi işletme faaliyetlerinden sağlanabileceği gibi, sermaye artışı, yeni ortakların dâhil edilmesi, birikim sahiplerine hisse senedi, intifa senedi satışı vb. şekillerde işletme dışından sağlanabilir (Akgüç, 2011: 481).

Sermaye yapısı, bir işletmenin finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla özsermayelerin oluşturduğu yapıdır. Finansal yapı veya başka bir deyişle finansman yapısı ise, işletmenin bilançosunun pasif tarafında yer alan tüm kalemlerden oluşur. Finansal yapının sermaye yapısından farkı, kısa vadeli borçlar ve karşılıkların finansal yapı içerisinde yer almaları fakat sermaye yapısı içerisinde yer almamalarıdır. Kısaca finansal yapı bilançonun pasif tarafı olup, işletmenin finansman kaynaklarının bileşimini ortaya koymakta, sermaye yapısı ise uzun vadeli finansman kaynaklarının oluşturduğu bileşimi belirtmektedir (Türko, 1994: 459).

Dar anlamda sermaye yapısı, işletmenin bilançosunun pasif tarafında bulunan cari kaynakları kapsamayıp hisse senetleri, kar ve sermaye yedekleri, orta ve uzun vadeli borçlardan oluşur (Erdoğan, 2011: 240).”Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere bir işletmenin sermaye yapısı hissedarlarının payları ve faizli borçlarını içermektedir” (Titman ve diğerleri, 2014: 518).

Geniş anlamda sermaye yapısı ise, bir işletmenin (ve iştiraklerinin) menkul kıymet, özel plasman, banka borcu, ticari borç, finansal kiralama sözleşmeleri, vergi yükümlülükleri, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlülükleri, yönetim ve işçilerin ertelenmiş tazminatları, iş ve ürün garantileri ve diğer yükümlülüklerini içerir (Masulis, 1988: 114).

Diğer bir anlatımla sermaye yapısı, uzun vadeli borçların yapısı ve oranlarıyla ve işletme varlıklarının finansmanında kullanılan özsermaye ile ilgilidir. Yönetim, borcun miktarını, bunun döviz olarak cinsini, vadesini, büyüklüğünü, sabit veya dalgalı kurunu değiştirebilen veya istenilebilen seçenekleri ve diğer sözleşme karşılıklarını belirlemelidir.

Sermaye yapısı işletmenin tüm sermaye maliyetinin başlı başına etkileyici bir etkeni olup, yatırımcıların uzun vadeli borçları ve özsermayelerinin beklenen getiri oranlarını ifade eder. İşletmeler uygun sermaye yapısı seçenekleri içerisinde, yaptıkları seçimle sermaye maliyetlerini en aza indirebilir ve faaliyet nakit akışını yükseltebilir (Shapiro, 1998: 407).

Bu tanımlamalar ışığında *sermaye yapısı*, işletme bilançosunun pasif tarafında bulunan ve işletmenin varlıklarının finansmanında kullanılan uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özsermayesinin bileşiminden oluşur.

1.2. Sermaye Yapısını Oluşturan Unsurlar

Sermaye yapısı, bilançonun pasif tarafının yapısını; sermaye yapısı unsurları ise bilançonun pasif tarafının kalemlerini ifade eder. Bu kalemler temelde özsermaye ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki grupta toplanır. Yabancı kaynak, işletme dışından sağlandığı halde, özsermaye işletme tarafından sağlanacağı gibi, işletme dışından da sağlanabilmektedir (Akgüç, 2011: 481).

1.2.1. Özsermaye

Özsermaye işletmenin kuruluşunda ve faaliyet dönemi sırasında işletmenin sahip olduğu veya ortaklar tarafından sağlanan kaynaklardır. İşletmeler kurulduktan sonra yeni ortaklar alarak ya da hisse senedi ihraç ederek özsermayelerini artırmaktadırlar. Ayrıca işletme, elde ettiği karlarını dağıtmayarak otofinansman yoluyla da özsermayelerini güçlendirebilir (Akgüç, 2011: 753).

Diğer bir anlatımla özsermaye, toplam aktifler ile toplam borçlar (kısa ve uzun vadeli) arasındaki farka denir ve bilançonun pasifinde ayrı bir grup olarak gösterilir. Özsermaye, ortakların işletmedeki mülkiyet haklarını temsil eder. Diğer bir deyişle, işletmenin sahip olduğu bütün iktisadi varlıkların paraya çevrilip borçlar ödendikten sonra ortaklara kalan kısmıdır (Dağlı, 2007: 21).

Özsermaye işletmeler için temel finansman kaynağıdır. Özsermaye unsurları olmadan bir işletmenin kurulması ve faaliyetlerini sürdürmesi söz konusu değildir.

Maliyeti ne kadar uygun olursa olsun, bir işletmenin tamamen yabancı kaynaklarla kurulup faaliyetlerini devam ettirmesi mümkün değildir. Çünkü özsermaye yabancı kaynakların beraberinde getirdiği riske karşı bir güvence niteliğindedir. Ödenmiş sermaye, yedekler, vb. özsermaye unsurları bu güvenceyi sağlar. Ayrıca işletme ile iş ilişkisi içinde olan üçüncü kişilere karşı da bir teminat unsurudur. Özsermayeleri güçlü olan işletmeler güven sağlarlar. Bu nedenle özsermaye *Garanti Kapitali* olarak da adlandırılmaktadır (Quiry ve diğerleri, 2011: 479).

1.2.1.1. Ödenmiş Sermaye

Ödenmiş sermaye, bir işletmeye ortakları tarafından tahsis edilen, ana sözleşmede belirlenmiş ve ticaret sicili tarafından tescil edilmiş sermayenin fiilen ödenmiş kısmını oluşturur. Kuruluş aşamasında veya sermaye artırım kararlarında ortaklar tarafından yatırılan nakdi ve aynî sermayenin parasal karşılığıdır (Kuğu, 2011: 124).

Ödenmiş veya ödenmemiş sermaye hissedarların işletmeye bağladıkları veya bağlayacaklarını taahhüt ettikleri fon tutarını göstermesi bakımından önemlidir. Dolayısıyla ortakların işletmeyle organik bağını oluşturan en önemli unsurlardır (Quiry ve diğerleri, 2011: 480).

1.2.1.2. Hisse Senetleri

Hisse senedi, işletmenin iktisadi varlıkları üzerindeki mülkiyet hakkını temsil eden bir menkul kıymettir. Hisse senedi ihraç etme hakkına sahip sermaye işletmesinin sermayesi belli paylara bölünür ve her bir hisse karşılığında bu sermayeyi sağlayanlara hisse senedi verilir. Bir işletmenin dolanımında bulunan hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan nominal değerleri toplamı, o işletmenin esas sermayesine ya da çıkarılmış sermayesine eşittir (Dağlı, 2009: 5).

Anonim ortaklıklar, özsermaye şeklindeki fon gereksinimlerini hisse senedi ihraç ederek karşılar. Bir işletmenin hisse senedini satın alan bir yatırımcı o işletmenin ortağı olur. Bu nedenle hisse senedi sahipleri işletmenin kârından ve performansından önemli ölçüde yararlanabilmelerine karşılık işletmenin tasfiye olması halinde, tahvil ve diğer

borçların ödenmesinden sonra işletmenin mal varlığı üzerinde hak iddia edebilmektedir (Başkaya ve Değer, 2003: 260).

1.2.1.2.1. Hisse Senetlerinin Sahiplerine Sağladığı Haklar

Hisse senetlerinin sahiplerine sağladıkları önemli haklar vardır (Dağlı, 2009: 6):

1. **Kardan pay alma hakkı:** İşletmenin kar elde etmesi ve gerekli karşılıkları ayırdıktan sonra belli bir bölümünü dağıtmaya karar vermesi durumunda ortaklık oranı kadar bu kardan pay alırlar.
2. **Şirketin yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı:** Hisse senedi sahipleri genel kurul toplantılarına katılırlar ve her bir hisse için bir oy kullanma hakkına sahip olurlar. Genel kurulda oy kullanarak aldıkları kararlarla yönetim kurulunu oluştururlar ve böylece yönetime katılmış olurlar.
3. **Rüçhan hakkı:** İşletmedeki sermayeye katılma oranının korunması için hisse senedi sahibine rüçhan hakkı tanınmıştır. Rüçhan hakkıyla sermaye artırımlarında yeni çıkarılacak hisse senetlerinin öncelikle mevcut ortaklara satılması öngörülür. Ancak mevcut ortakların bu satışa katılmak istememeleri durumunda dışarıdaki diğer gruplara müracaat edilebilir.
4. **Tasfiyeden pay alma hakkı:** İşletmenin tasfiye olması durumunda, diğer yükümlülükler karşılandıktan sonra geriye bir bakiye kalırsa, her ortak, sermaye oranında bundan pay alma hakkına sahiptir.
5. **Bilgi edinme hakkı:** Ticari sırlar dışında, her hissedarın işletmenin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı bulunmaktadır. İşletme bu hakkı, şirketin faaliyet sonuçlarını, verdiği önemli yatırım, finansman ve kar dağıtım kararlarını ve diğer önemli kararları kamuya duyurmak suretiyle kullanmış olur.

6. **Azınlık hakkı:** Anonim şirketlerde ortaklık sermayesinin beşte birinin altında kalan hisse sahiplerine tanınan haklardır. Bu hak, çıkar çatışmalarında çoğunluk ile azınlık arasında denge sağlamak amacıyla verilmiştir.

1.2.1.2.2. Hisse Senedi Çeşitleri

Hisse senetlerinin esas itibariyle adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi olmak üzere iki şekli bulunmaktadır. Ancak, dolanım kabiliyeti, satış şekli ve karşılığının ödenme şekli gibi sınıflandırma yapmak da mümkündür:

Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri: “Adi hisse senedi sahipleri işletmenin yıllık karlarından veya aktiflerinden devletin, borç sahiplerinin ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin alacakları (hakları) karşılandıktan sonra, kalan değer tamamı üzerinde hak sahibidirler” (Okka, 2009: 409). “Esas sözleşmede belirtilmek kaydıyla bazı haklarda sahiplerine imtiyaz sağlayacak şekilde de hisse senedi ihraç edilebilir ki bu tür hisse senetlerine imtiyazlı ya da öncelikli hisse senedi adı verilir” (Dağlı, 2009: 10).

Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri: Nama yazılı hisse senetleri, işletme defterinde adı geçen kişiler adına düzenlenebilir. Sözleşmede tersi bir hüküm olmadığı sürece hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekir. Mülkiyet devri ise hisse senedinin yeni satın alan kişiye devri ile mümkün olur. Yeni hisse senedi sahibinin, işletme hisse defterine kaydı ile gerçekleşir. İşletmelerin bu tür hisse senedi çıkarabilmeleri için, hisse senedi bedellerinin tamamen ödenmesi zorunludur. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senedi alan mülkiyetini elde etmiş olur. Hamiline yazılı hisse senetleri, devri kolay hisse senetleridir.

Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri: Bir hisse satıldığında satış bedeli işletme tarafından tahsil ediliyorsa bu tür hisse senedine **bedelli hisse senedi** adı verilir. Bedelli hisse senedi bunu ihraç eden işletmenin hem özsermayesini hem de toplam kaynaklarını artırır niteliktedir. Eğer hisse senedi ihracı karşılığında işletmeye herhangi bir değer girmiyorsa bu tür hisse senedine **bedelsiz hisse senedi** adı verilir. Faaliyet sonucu elde edilen karların, daha önceki karlardan ayrılmış yedek akçelerin ya da yeniden değerlendirme değer artış fonlarının veya emisyon primlerinin sermayeye ilave edilmesi durumunda, sermayedeki

artış miktarı kadar mevcut ortaklara sermaye oranları ölçüsünde bedelsiz yeni hisse senedi verilir (Dağlı, 2009: 10).

Primli ve Primsiz, Hisse Senetleri: Nominal değerinden satılan hisse senedine *primsiz* ya da *başabaş hisse senedi* adı verilir. Nominal değerinden daha yüksek bir fiyattan satılan hisse senedine ise *primli hisse senedi* adı verilir. Satış fiyatı ile nominal değer arasındaki fark yani prim, özsermayenin kalemleri arasında yer alan emisyon primi hesabına kaydedilir. Hisse senetlerinin halka arzında işletme tarafından özellikle primli satış tercih edilir. Ancak, sermaye artışlarında rüçhan hakkı kullanılırken satışın çoğu kez nominal değer üzerinden yapıldığı görülmektedir (Dağlı, 2009: 11).

1.2.1.3. Otofinsman Kaynakları

Otofinsman, işletme faaliyetleri sonucu elde edilen karların belirli bir kısmının bünyesinde bırakılmasıdır. Diğer bir ifadeyle işletmenin kendi kaynaklarını kullanarak kendisini finanse etmesidir. İşletmeler açık ve gizli olmak üzere iki şekilde otofinansman yapabilir. Açık otofinansman, dönem karlarının dağıtılmayıp sermaye hesaplarında tutulmasıdır. Gizli otofinansman ise aktif hesapların azaltılıp, pasif hesapların yükseltilmesi biçiminde oluşturulur.

İşletmelerin dönem sonunda elde ettikleri kardan, gelecekte karşılaşılabilecekleri güçlükleri önlemek amacıyla ayrılan bölümlere yedek akçe denilmektedir. Yedek akçeler, özsermayeleri kuvvetlendirmek, işletmenin sürekliliğini ve büyümesini sağlamak, enflasyon ortamında görüntü karların dağılmasını, böylece sermayenin azalmasını önleyerek işletmenin sahipleri ile alacaklıların haklarının korunmasını sağlamak ve işletmenin faaliyetleri sonucu özsermaye de meydana gelebilecek azalışları karşılamak amacıyla net karın işletmede alıkonan kısmıdır (Tenker, 1997: 242).

Yedek akçeler, sermaye şirketlerinde mali yapıyı sağlam tutmak, ileride ortaya çıkabilecek riskleri karşılamak, işletmenin sürekliliğini sağlamak, hem işletmeden alacaklı olanların hem de ortakların haklarını güvence altına almak ve çeşitli nedenlerden dolayı ortaya çıkabilecek tahribatlardan işletmeyi korumak amacıyla kârların dağıtılmayıp

işletmede alıkonulan kısmıdır. Bunlar sermaye ve kâr yedekleri adı altında iki başlıkta incelenir (Gültekin ve Savcı, 2008: 133).

1.2.1.3.1. Sermaye Yedekleri

Sermaye yedekleri, sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve işletmelerde bırakılan tutarları kapsamaktadır. Bu grupta yer alan kalemler şunlardır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 152):

- ❖ ***Hisse senedi ihraç primleri (Emisyon Primleri):*** Yeni çıkarılan hisse senetlerinin primli satışından kaynaklanan tutarların tamamını kapsar. Hisse senedi ihraç primlerini, Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) kanuni yedek akçeler kısmı içinde sıralamıştır. Buna rağmen bilanço çıkarılırken bu kalemin yedek akçeler dışında ayrı bir başlık olarak sunulmasının, ulusal raporlama standartlarında benimsendiği gözlenmektedir.
- ❖ ***Hisse senedi iptal kârları:*** İptal edilen hisse senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen hâsılat noksanı kapatıldıktan sonra artan kısımları kapsar. Bu kalem de TTK' ya göre kanuni yedek akçe olarak kabul ediliyorsa da uygulamada, bilançoda kanuni yedekler dışında ayrı bir başlık olarak gösterilmesi tercih edilmektedir.
- ❖ ***Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları:*** İşletmenin aktifine kayıtlı maddi duran varlık kalemlerinin yeniden değerlemesinden oluşan değer artışlarını kapsar.
- ❖ ***İştirakler yeniden değerlendirme artışları:*** İşletmenin iştirakleri ile bağlı ortaklıkları bünyesinde yapılan yeniden değerlendirme sonucu oluşan değer artışının sermayeye eklenmesi durumunda bu sermayeden işletmeye isabet eden kısmı bu kalemden gösterilmektedir. Bağlı ortaklığın ve iştirakin kendi bünyesinde yapmış olduğu yeniden değerlendirme dolayısıyla oluşan değer artışlarını sermayeye ilave etmesi sonucunda, işletme bedelsiz olarak verilen hisse senedi veya pay tutarları kadar işletmenin bağlı ortaklıklardaki veya iştiraklerdeki sermaye payları artarken,

karşılığında özsermayeleri de artmaktadır. Özsermayedeki bu artış iştirakler yeniden değerlendirme artışlarında gösterilmektedir.

- ❖ **Borsada oluşan değer artışları:** Borsada işlem gören mali duran varlıkların elde etme maliyetini aşan borsa değeridir.
- ❖ **Sermaye düzeltmesi olumlu farkları:** Ödenmiş sermaye tutarının enflasyon düzeltmesi sonucu ortaya çıkan olumlu farklarıdır. Bu durum işletmeye yeniden sermaye ekleme yerine mevcut ödenmiş sermayenin değer artış farkıdır.

1.2.1.3.2. Kar Yedekleri

Kar yedekleri, faaliyetler devam ettirilirken ayrılan sermaye yedeklerinden farklı olarak işletmenin karda olduğu dönemlerde kardan ayrılan yedeklerdir.

Kar yedekleri yasal, statü, olağanüstü kar yedekleri ve özel fonlar olmak üzere dörde ayrılmaktadır (Sevilengül, 2011: 594).

Kar yedekleri aşağıdaki şekilde tanımlanırlar (Akdoğan ve Tenker, 2007: 155):

- ❖ **Yasal yedekler:** Yasa hükümleri uyarınca ayrılmış bulunan yedekleri kapsar. Birinci tertip yedekler ile ikinci tertip yedekler bu grupta gösterilir. Hisse senedi ihraç primleri ile hisse senedi iptal kârları, yasal yedek niteliğinde olmakla beraber ayrı başlık altında yer almaktadırlar.
- ❖ **Statü yedekleri:** Ana sözleşme hükümleri çerçevesinde ayrılan yedekleri kapsar.
- ❖ **Olağanüstü yedekler:** TTK, ilgili özel kanunlar ve ana sözleşme hükümlerine göre genel kurul kararına göre ayrılan yedekleri kapsar.
- ❖ **Özel fonlar:** Yedek akçelerden farklı olarak işletmelerin, dönem kârlarından belirli amaçların gerçekleştirilmesi için ayırdıkları fonları ifade eder. Bu fonlar sabit değer yenileme fonu, dahili sigorta fonu, tahvil amortisman fonu, yatırım indirimi fonu ve

benzerleridir. Tüm bu fonlar dönem kârından ayrıldıklarından dolayı birer özsermaye kalemi olmakta ve kâr yedekleri bölümünde gösterilmektedir.

1.2.1.3.3. Amortismanlar

Amortisman, duran varlıkların kullanımından, belli bir sürenin geçmesinden ve teknolojik gelişmeler nedeniyle, varlığın modasının geçmesinden dolayı ortaya çıkabilecek eskime, yıpranma ve tükenme şeklindeki değer kayıplarını dikkate alarak, duran varlıkların faydalı ömürlerini tahmin etmek ve bu süre içerisinde söz konusu varlıkların elde etme maliyetlerini gider olarak muhasebeleştirmektir (Gücenme, 1996: 345).

Amortisman gider yazılmasına karşılık nakit çıkışı gerektirmez. Amortisman bu özelliğinin yanı sıra nakit çıkışını engelleyen ve nakit girişi de sağlayan bir otofinansman kaynağıdır. Amortisman gider olarak yazıldığından, karları düşürmekte ve ödenen vergi tutarının daha az olmasını sağlamaktadırlar. Böylece amortisman, nakit çıkışını azaltarak fon ihtiyacının düşmesini sağlarlar. Diğer taraftan amortisman, nakit girişi sağlayan bir otofinansman kaynağıdır. Buna göre amortisman; işçilik ve hammadde giderleri gibi maliyeti artıran bir unsurdur. İşletmelerde maliyet tutarına bağlı olarak kar tespit edilir. Böylece üretimin maliyetini ve buna bağlı olarak da karı etkilemiş olur. Amortismanla ilgili olarak maliyeti ve karı tespit edilen ürünün satılmasıyla işletmeye nakit girişi sağlanır. Bu nakit girişi amortismanın neden olduğu maliyet ve maliyete bağlı olarak oluşan kardan da doğan bir nakit girişini kapsamaktadır. Ancak amortismanların bu tür etkisinin görülebilmesi için amortismanın karlı satışlar yoluyla kazanılmış olması gerekir (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 28).

Amortismanın fonksiyonlarını üç grupta incelemek mümkündür (Akgüç, 2011: 433):

1. Amortisman ayrılması, maddi duran varlıkların değerlerinin faydalı ömürlerine dağıtılmasına olanak verir.
2. Maddi duran varlıkların net değerlerinin saptanmasına olanak verir.

3. Maddi duran varlıkların faydalı ömürleri sonunda yenilenebilmesi için gerekli mali olanakları sağlamaktadır.

1.2.1.3.4. Karşılıklar

Vergi Usul Kanunu'nun 288. maddesine göre "hasıl olan veya olması beklenen fakat miktarı katiyetle kestirilemeyen ve işletme için bir borç mahiyetini arz eden belli bazı zararları karşılamak maksadıyla hesaben ayrılan meblağlara karşılık denir (Vergi Usul Kanunu [VUK], 1961: Madde 288).

Bilanço tarihinde belirgin olarak ortaya çıkan ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinmeyen veya tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edileceği bilinmeyen giderler için hesaben ayrılan tutarlardır. Karşılıklar, işletmenin içinde oluşan belirsiz borçlardır. Karşılık ayırmanın çeşitli fonksiyonları şu şekilde özetlenebilir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 148-149):

- ❖ Dönem kârının ya da zararının doğru belirlenememesi,
- ❖ İşletmenin sermaye yapısının sağlamaştırılması,
- ❖ Likiditenin sağlamaştırılması.

1.2.1.4. Özsermaye ile Finansmanın Avantajlı ve Dezavantajlı Yönleri

Özsermaye ile finansmanın avantajlı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 753-754):

- ❖ Özsermaye ile finansman işletmeye sabit bir yük getirmemektedir. İşletme, kâr sağladığı takdirde, yetkili organların kararıyla temettü dağıtır. İşletmenin, temettü dağıtma konusunda özel durumlar dışında, yasal bir yükümlülüğü yoktur.

- ❖ Özsermaye işletmenin olası zararlarına karşı bir emniyet yastığı görevi gördüğünden, özsermayenin artışı, işletmenin kredi değerliliğini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.
- ❖ Bazı dönemlerde işletme için hisse senedi satarak kaynak temin etmek, yabancı kaynak sağlanmasına kıyasla daha elverişlidir. Hisse senetleri tahvillere oranla daha yüksek oranda (temettü ve değer artışı şeklinde) bir gelir sağlarken, aynı zamanda enflasyona karşı da daha iyi koruyucu özelliği ile ortaya çıkmakta ve yatırımcılar açısından daha cazip algılanmaktadır.
- ❖ Özsermayenin belirli bir vadesi yoktur. İşletme için sürekli bir kaynak niteliğindedir.

Özsermaye ile finansmanın dezavantajlı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 754-755):

- ❖ Yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla özsermayenin artırılması durumunda işletmeye yeni ortakların girmesi, kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılması sonucunu doğurur.
- ❖ Yeni hisse senedi çıkarılması ya da yeni ortaklar alınması işletmenin gelirinin sayısı artan işletme sahipleri arasında bölünmesine ve mevcut ortakların gelirinin düşmesine yol açabilir. Hâlbuki borçlanma, işletmeye nispeten ucuz ve sabit kaynaklardan yararlanma imkânı vermektedir.
- ❖ Yeni hisse senedi çıkarılmasının gerektirdiği giderler, genellikle tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha yüksektir. Tasarruf sahipleri açısından hisse senetlerine yatırım tahvillere yapılacak yatırımlardan daha riskli görüldüğünden, bir yatırım bankası aracılığıyla hisse senedi ihraç edildiği durumda, yatırım bankalarının alacakları komisyon bu riski de karşılayacak ölçüde daha yüksek olmaktadır.

- ❖ Bazı hallerde hisse senetleri için pazar, tahvil çıkarılmasına kıyasla daha dar olabilir. Tasarrufçu kuruluşlar, hayat sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, tasarruf bankaları ellerinde biriken fonları riski az geliri daha istikrarlı olan tahvillere yatırmayı yeğleyebilirler. Bu kuruluşların portföyünde tahviller, hisse senetlerine kıyasla çok daha önemli yer tutar. Elleri büyük fonlar toplanan kurumların tahvil almayı seçmeleri, hisse senetlerinin pazarını daraltabilir.
- ❖ İşletme açısından özsermaye maliyeti, genellikle yabancı kaynak maliyetine kıyasla daha yüksektir. Bir işletmeye ortak olanlar, katlandıkları riskin daha yüksek olması sebebiyle yatırımlarına karşı, riski de karşılayacak oranda bir gelir beklerler. Bu temel neden, özsermaye maliyetinin, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olması sonucunu doğurur. Ancak yukarıda özsermaye ile finansmanın üstünlüklerinde belirtildiği gibi, bazı koşullarda özsermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyetinden daha düşük olabilmektedir.
- ❖ Özsermaye ile finansmanın çok tekrarlanan bir sakıncası da özsermayeye ödenen temettünün vergi açısından gider yazılamamasıdır. Özsermaye ile finansmanın yatırım indirimi istisnasından yararlanma açısından üstünlüğü de kaldırıldığından, ülkemizde özsermaye ile finansmanın yatırımlar için finansman fonu ayrılması dışında, vergi yönünden avantajı bulunmamaktadır.

1.2.1.5. Özsermaye ile Finansman Kararını Etkileyen Faktörler

Özsermaye ile finansman kararlarını etkileyen başlıca faktörler şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 756-757):

- ❖ ***İşletmenin satış ve kârlarının istikrarı:*** İşletmenin satış ve kârlarının istikrarlı olmaması iş riskini arttırmaktadır. İş riski yüksek olan işletmelerin de finansal açıdan güç durumlara düşmemek için emniyet unsurunu göz önünde tutarak özsermaye ile finansmanı tercih ettikleri görülmektedir.
- ❖ ***Geleceğe ait tahminler:*** İşletmenin yeni girişimlerinin riskli ve geleceğin belirsiz olması halinde, riski azaltmak için özsermaye ile finansman gerekli olmaktadır.

- ❖ **Alternatif finansman kaynaklarının elverişsizliği:** Alternatif finansman kaynaklarının mevcut ya da elverişli olmaması durumunda, işletmeler özsermaye ile finansman zorunluluğu duymaktadırlar. Özellikle yeni kurulan işletmelerin, diğer finansman kaynaklarından yararlanma olanakları sınırlı olduğu için, özsermaye artışına ağırlık vermeleri bir zorunluluk olmaktadır.
- ❖ **İşletmenin cari finansal yapısı:** İşletmenin cari finansal yapısı, özellikle Yabancı Kaynak/Özsermaye oranı, daha fazla borçlanmak için elverişli değilse, işletmeler daha sağlıklı bir mali yapıya kavuşabilmek, Yabancı Kaynak/Özsermaye oranını daha dengeli bir düzeye getirebilmek için, sermaye artırma yoluna gitmektedirler.
- ❖ **Finansmanın likidite durumu:** Likidite durumu daha fazla borçlanmayı işletme açısından riskli hale getiriyorsa, İşletmenin ihtiyaç duyduğu ilave fonların özsermaye artışı ile sağlanması yerinde olur.
- ❖ **Kaynak maliyeti:** Bazı durumlarda özsermaye maliyeti, geçici bir süre için de olsa, tahvil çıkarma ya da orta ve uzun vadeli kredilerden yararlanma alternatiflerine kıyasla daha düşük olabilir. Bu durumlarda özsermaye ile finansman, ortalama kaynak maliyetini de düşürebilir. Ancak genellikle özsermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olmaktadır.
- ❖ **Kaldıraç etkisi:** İşletmenin normal faaliyet kâr oranının yabancı kaynak maliyetini karşılayamaması durumunda, kaldıraç etkisinin özsermaye kârlılığını olumsuz yönde etkilemesini önlemek için, özsermaye ile finansman borçlanmaya yeğlenmektedir.
- ❖ **İşletmenin kısa sürede hızla büyüme amacı:** Yeni ve büyük yatırımlara yönelerek kısa sürede hızla büyüme isteğinde olan işletmelerin finansman gereksiniminin yeni ortakların finansman katkısı olmadan sağlanamayacak kadar büyük olması halinde, halka hisse senedi satmak veya yeni ortaklar almak gereği duyulmaktadır.
- ❖ **Kredi sözleşmelerinde yer alan koşullar:** Finansman kurumlarının, özellikle yatırım kredisi verirlerken yatırım projelerinin finansmanında belirli bir

Özsermaye/Yabancı Kaynak oranı aramaları, işletmeleri, kredilerden yararlanmak veya kredi sözleşmeleri ile yükledikleri taahhütleri yerine getirmek için özsermayelerini artırma zorunda bırakmaktadır.

- ❖ **Teşvik tedbirlerinden yararlanma:** İşletmelerin yatırım teşvik tedbirlerinden yararlanabilmeleri için, yatırım projelerinin finansmanında belirli bir Özsermaye/Yabancı Kaynak oranı arandığında, bu koşul ülkemizde işletmelerin finansman kararlarında etkili olmaktadır.

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

İşletmeler faaliyetlerini sürdürmek, büyümek ve gelişmek için ortakların yatırdığı sermaye ve otofinansman kaynakları yeterli olmayabilir. Bu noktada işletmeler ihtiyaç duydukları fonların bir kısmını işletme dışından temin etmektedirler. İşletme dışındaki kişi ve kuruluşlardan faiz karşılığında belirli bir süre kullanılıp geri ödenmek üzere alınan fonlara, yabancı kaynak veya borç denir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 28).

Yabancı kaynaklar süre açısından kısa, orta ve uzun vadeli olarak 3 bölüme ayrılmaktadır:

- ❖ **Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar:** Kısa vadeli borçlar; vadeleri bir yılı aşmayan finansal borçlar, ticari borçlar, tahakkuk etmiş borçlar ile uzun vadeli borçların bir yıl içerisinde ödenecek anapara ve faizlerinden oluşur. İşletme kısa vadeli borçları genellikle cari aktiflerin (kasa, ticari alacaklar ve stokların) finansmanında kullanmaktadır (Okka, 2009: 432).
- ❖ **Orta Vadeli Yabancı Kaynaklar:** İşletmelerin genellikle 1 ile 5 yıl arasındaki süre içinde geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır. Genellikle işletmelerin süreklilik gösteren işletme sermayesinin ve duran varlıkların finansmanında kullanılırlar (Berk, 1995: 173). Orta vadeli fonlar, genellikle belli bir süre ödemesiz dönemden sonra, üç ay, altı ay veya yıllık taksitler halinde geri ödenir. Kısa vadeli fonlar, genellikle işletmelerin mevsimlik veya geçici gereksinimleri için kullanılırken, orta vadeli fonlar,

devamlılık taşıyan fon gereksinimleri için kullanılır. Kiralamayla sağlanan fonlar, orta vadeli kredilerin içinde düşünülmektedir (Ceylan, 2003: 163).

- ❖ **Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar:** Uzun vadeli yabancı krediler genelde beş yıldan daha uzun süre kullanılmak üzere temin edilen kaynaklardır. Uzun süreli finansal kaynak ihtiyacı genellikle işletmenin tesislerinin kuruluş dönemlerinde veya büyük yatırım dönemlerinde ortaya çıkar. Genellikle bu tür borçlanmaların faiz oranları sabit ve yüksektir. Ekonominin iyi olduğu dönemlerde bu tür borçlanma işletmede özsermaye karlılığını yükseltir, kötü olduğu dönemlerde ise işletme üzerinde ağır bir yük oluşturur (Okka, 2009: 456).

İşletmeler yabancı kaynak gereksinimlerini banka kredileri, ticari krediler, finansman bonoları ve tahvilleri, finansal kiralama, forfaiting ve faktöring gibi yollarla karşılayabilmektedirler.

Sermaye yapısı işletmelerin gereksinim duydukları fonları uzun vadeli borçla mı yoksa özsermaye ile mi karşılayacakları ile ilgilidir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin çoğunda yapısal nedenlerden dolayı uzun vadeli fon arzı çok yetersiz ve hatta bazı durumlarda imkânsız olduğundan finansman çabaları uzun vadeli borçlanma yerine zorunlu olarak kısa vadeli borçlanma üzerine yoğunlaşmaktadır (Dağlı, 1998: 115).

1.2.2.1. Banka Kredileri

İşletmeler fon ihtiyaçlarını bankalar aracılığıyla da karşılayabilmektedir. Bankalar süresine göre işletmelere kısa, orta ve uzun vadeli krediler sunmaktadır. Uygulamada bankaların işletmelere genelde kısa süreli krediler verdikleri görülmektedir. Bankaların yüksek ve sürekli enflasyon nedeniyle üretimi arttıracak ve yatırımları hızlandıracak kredi türleri yerine işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimini karşılamaya yönelik kısa vadeli krediler ve riski düşük tüketici kredileri vermeyi tercih ettikleri söylenebilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007: 200).

Kısa vadeli banka kredileri işletme sermayesi gereksinimini karşılamada kullanılırken, orta ve uzun vadeli banka kredileri ise duran varlık yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadır (Türko, 2002: 557).

İşletmelerin banka kredisi kullanabilmesi bankanın yapacağı kredi analizine bağlıdır. İşletme kredibilitesi yüksek ve bankanın asgari isteklerini yerine getirebilen bir yapıya sahipse, bankacılık sisteminden çok kolay bir şekilde kaynak kullanılabilir. Uygulamada banka kredilerini kullanma konusunda genç işletmelerin yeni kurulan işletmelere göre daha şanslı olduğu görülmektedir. Çünkü yeni kurulan işletmeler bankacılık sistemi açısından güvenilir bulunmamaktadır. Yeni kurulan işletmeler gerek kredibilitelerinin düşüklüğü, gerekse yeterli düzeyde teminata sahip olamamaları nedeniyle yeterli düzeyde banka kredisi kullanamamaktadır. Buna karşın genç işletmeler özellikle kısa dönemli işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında banka kredilerini tercih ederler (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 411).

Bankaların işletmelerden kredi kullandırırken çeşitli isimler altında komisyonlar, sigortalar, vergiler veya krediyi kullandırmak için çeşitli bankacılık hizmetlerinden işletmelerin faydalanmaları gibi önkoşul sunmaları işletmeler için maliyet unsurları oluşturmaktadır. Kısa vadeli banka kredilerinin maliyeti uzun vadeli kredilerden daha düşüktür (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 330).

1.2.2.2. Ticari Krediler

Genellikle her işletme, hammadde, malzeme ya da mal alışlarının önemli bir bölümünü satıcı işletmelerden kredili olarak yapar; başka bir deyişle stokların finansmanında, yurtiçi-yurtdışı ya da dışalım yapan işletmelerden sağlanan kısa süreli ticari kredilerinden yararlanır (Akgüç, 2011: 528).

Ticari krediler, herhangi bir nakit ödemesi söz konusu olmadan satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanıması durumunda oluşur. Sermaye yapısı seçiminde yöneticiler ağırlıklı olarak pratik, bilgisel kurallara dayalı seçimler yaparlar. Borç politikasını etkileyen en önemli etmenler, mali esneklik ve iyi bir kredi oranıdır (Graham ve Campbell, 2001: 190).

Stokların aktif toplamı içindeki payı arttıkça, işletmelerin ticari kredi kullanımını da arttırmaktadır. Stok devir hızı yüksek, diğer bir deyişle malların stokta kalma süreleri düşük olan işletmelerin ihtiyaç duyacakları ticari kredi miktarı daha az, stok devir hızı düşük olan yani malları daha uzun süre stokta tutmak zorunda bulunan işletmelerin ihtiyaç duyacakları ticari kredi miktarı ise daha fazla olacaktır. Ticari kredilerden yararlanmayı düşünen işletmenin kredi değerlendirilmesinde, kredinin 5 K'sı denilen karakter, kapasite, kapital, karşılık, koşullar gibi unsurları incelenerek işletmenin yararlanabileceği kredinin hem tutarı, hem de vadesi belirlenir (Bolak, 2010: 229).

Satıcının ve alıcının mali gücü de satıcı kredilerinin vadesi üzerinde etkilidir. Mali açıdan kuvvetli işlemler rakip işletmelere göre avantaj elde edebilmek için daha uzun vadelerde satış yapabilmektedir. İşletmelerin mali güçleri vadenin uzunluğunu finanse edebilmekte veya vade farkı satış fiyatına yansıtılabilmektedir. Mali açıdan güçsüz işletmeler ise peşin satışı veya çok kısa vadelerle satışı tercih etmektedir. Güçlü mali yapıya sahip işletmelerden mal ve hizmet satın alan işletmeler satıcı kredisinin avantajını kullanabilmektedirler (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 407).

Orta ve uzun vadeli ticari krediler, işletmelerin özellikle sabit aktiflerini finanse edebilmek için kullanılır. İşletme bir makine aldığı anda, bir tesisi kurmak istediğinde satıcı işletmeye belirli bir taksit ödedikten sonra kalan kısmını üç - beş yıllık bir sürede taksitlerle öder. Özellikle yabancı ülkelerden alınan makine-teçhizat için bu sistem satıcı işletme tarafından teklif edilir. Çoğu zaman da araya satıcı işletmenin bankası girer. Banka gerekli finansmanı yapar ve alıcıya kredi açmış olur (Okka, 2009: 448).

İşletmelerin, finansman kaynağı olarak kısa vadeli ticari kredileri kullanmasının avantajlı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 530):

- ❖ *Sağlanmasında kolaylık, elverişlilik:* İşletmenin, bankalardan kredi alamadıkları dönemde satıcı kredilerinden yararlanabilmelerini ifade eder. Bankalarda kredi limiti olan işletmelerin bile bazen satıcı kredilerinden yararlandıkları gözlenmektedir. Satıcı kredileri bir anlamda kendiliğinden oluşan finansman kaynağıdır. İşletmelerin, satıcılar tarafından dürüst, borçlarına sadık, iyi niyetli,

borç ödeme kapasiteleri yüksek olarak tanınmaları işletmelerin bu avantajını arttırır.

- ❖ *Esneklik:* İşletmelerin bu tür kredilerden gereksinim duydukları sürece yararlanabilmelerini ifade eder. Genelde satıcı kredileri doğrudan doğruya stok ve satışlarla bağlantılı olduğundan, işletmenin fon kullanımına ilişkin gerekli esnekliği sağlayabilirler.
- ❖ *Formalite azlığı:* Bu kredilerin, normal ticari faaliyet sırasında ek bir çaba harcanmasına gerek duyulmadan çoğu kez kendiliğinden oluşan kaynaklar olmasını ifade eder.
- ❖ *Maliyet:* Satıcıların egemen olduğu piyasalarda genellikle vade farkı adı altında çoğu kez banka faizleri üzerinde bir faiz malın satış bedeline eklenmektedir. Ancak bazı hallerde para iskontosu söz konusu olmadığı gibi, satıcı kredileri, alıcı işletmelere gerçek bir destek akçe (sübvansiyon) de sağlayabilir.
- ❖ *Yenilenme vadelerinin uzatılması:* Ekonomik bunalım, satış güclüğü içinde bulunulan dönemlerde satıcı kredilerinin yenilenmesi ya da vadelerinin uzatılması daha kolay gerçekleştirilebilir.

Ticari kredilerin finansman kaynağı olarak kullanılmasının dezavantajlı yönleri ise şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 533):

- ❖ *Maliyet yüksekliği:* Ticari kredilerin maliyetinin alternatif finansman kaynaklarına kıyasla bazen çok yüksek olabileceğini ifade etmektedir. Özellikle likidite durumu zayıf işletmelere kredili satış yaparken, satıcı işletmeler daha yüksek fiyat uygulayabilirler ve böylelikle maliyeti yükseltebilirler. Ayrıca satıcı kredileri için güvence olarak bankaların ödeme garantisi isteniyorsa, bu tür güvencelerde maliyetleri arttıran bir etmen olacaktır.
- ❖ *Aşırı kullanıma elverişli olması:* Ticari kredilerin ticari faaliyet sırasındaki kendiliğinden doğuşu, kullanılmasındaki kolaylık, işletmeleri aşırı ölçüde

borçlanmaya yöneltebilir. Bu durum her iki taraf için de riskli durumların oluşmasına sebep olabilir.

1.2.2.3. Finansman Bonoları

“*Finansman bonoları* esas itibariyle piyasada iyi bir yer edinmiş büyük ölçekli işletmelerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla belirli bir vadeyle ihraç ettikleri kısa vadeli teminatsız bir borçlanma aracıdır” (Dağlı, 2007: 301). Finansman bonosunun vadesi 30 günden az, 360 günden fazla olmamak kaydıyla 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir.

Finansman bonosunun ihraççı işletmelere birçok yararı bulunmaktadır. Diğer alternatif yöntemlere göre daha ucuz bir kaynaktır. Kısa vadeli bir kaynak olarak finansman bonosunun temel üstünlüğü, bankalardan sağlanan kısa vadeli kredilere göre daha düşük maliyete sahip olmasıdır. İhraç prosedürleri kısadır. Finansman bonolarında bankaların kredi faizlerine ek olarak aldıkları komisyonlar ve karşılık oranları gibi maliyeti arttırıcı unsurlar yoktur. Ancak vade tarihinde ödenme zorunluluğunun olması, yeni bir vade için tekrarlanma imkânının bulunmaması işletmeler açısından finansman bonusu ihracıyla elde edilen kaynağın esnekliğini azaltmaktadır (Aksoy ve Yalçın, 2008: 331-332). “Finansman bonosunun işletmeler için en önemli dezavantajı, her istenildiğinde bu yolla güvenilir şekilde kaynak temininin güç olmasıdır” (Dağlı, 2007: 303).

Finansman bonoları esas itibariyle teminatsız olarak ihraç edilirler. Ancak teminat dikkate alındığında finansman bonoları aşağıdaki gibi değişik tipte ihraç edilebilirler (Dağlı, 2009: 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**),

- ❖ Hazinenin garantisi altında çıkarılan finansman bonoları (*E tipi*),
- ❖ Başka bir anonim şirketin garantisi altında çıkarılan finansman bonoları (*F tipi*).

1.2.2.4. Tahviller

Tahvil, anonim şirketin ihraç ettiği uzun vadeli bir borçlanma senedir. TTK tahvili, “anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir” şeklinde tanımlanmaktadır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere kanun tahvil çıkarma yetkisini anonim şirketlere vermiştir. Şahıs ortaklıkları ya da gerçek kişiler tahvil çıkarmak suretiyle kaynak temin edemezler. Ancak bazı Kamu İktisadi Teşebbüsleri ’ne anonim şirket olmasalar dahi tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır (Dağlı, 2009: 16).

Diğer bir ifadeyle tahvil, basitçe söylemek gerekirse, uzun süreli bir borçtur. Hükümetler ve şirketler yatırımcılara tahvil satarak ödünç para alırlar. Tahvil satın alan bir yatırımcı, tahvilin vadesi sona erinceye kadar her yıl sabit bir faiz ödemesi alır. Bu ödemeler kupon adıyla bilinmektedir, çünkü tahvillerin çoğunda, yatırımcıların keseceği ve faizini talep etmek üzere ihraç eden kuruma göndereceği kuponlar vardır. Tahvilin vadesi geldiğinde borç geri ödenir. Geri ödenen bu tutar tahvilin itibari değeri, nominal değeri veya vade değeridir (Brealey ve diğerleri, 2007: 84).

Tahviller temelde kamu sektörü tahvilleri ve özel sektör tahvilleri olmak üzere iki ana başlıkta incelenmektedir. Kamu sektörü tahvilleri, devlet tahvilleri ve hazine bonoları ile iktisadi devlet teşekkülleri tahvilleri olarak ikiye ayrılır. Özel sektör tahvillerini ise, garantili ve garantisiz tahviller, primli ve primsiz tahviller, sabit ve değişken faizli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, kâra iştirakli tahviller, ikramiyeli tahviller ve endeksli tahviller şeklinde sekiz grupta incelemek mümkündür (Terim, 2009: 34).

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde işletmeler tarafından uzun vadeli yabancı kaynak sağlamak için sıklıkla başvuru tahvil ihracı, hisse senedi ihracından farklı olarak işletmeye yeni ortakların katılmasını ve yönetimin yeni ortaklarla

paylaşılmasını gerektirmez. İşletmenin kârlılık oranının, tahvil faiz oranından yüksek olduğu dönemlerde, tahvil ihracı ile sağlanan sermaye, özsermaye kârlılığını yükseltecektir. Tahvil ihracının bir başka avantajı da tahvil faizlerinin vergi matrahını azaltıcı nitelikte gider olarak gösterebilmesidir. İşletmeler faiz ödemelerini önceden belirledikleri için tahvil borcunun maliyeti de sabittir (Terim, 2009: 35).

Tahvillerin özellikleri şöyle sıralanabilir (Tükenmez, 1999'dan aktaran: Yakar, 2011: 34-35);

- ❖ Tahviller belirli şekil şartlarına tabi olan uzun dönemli finansman ve kredi aracı olan borç senetleridir.
- ❖ Tahviller, dolaşım yeteneği bulunan menkul kıymetlerdir.
- ❖ Tahvillerin faiz kuponları, tahvilden ayrılmış ise, bunlar bağımsız nitelik kazanmış olur ve hamiline yazılı tahvil gibi işlem görür.
- ❖ Tahviller, belirli bir ödeme planına göre itfa edilirler.
- ❖ Tahvil sahiplerinin gelir ve varlıklar üzerinde özsermaye sahiplerine göre öncelik hakkı bulunmaktadır.
- ❖ Tahvil sahipleri işletmenin ortağı olmadıkları için hiçbir şekilde yönetime katılamazlar.

Dünya'nın 16. ve Avrupa'nın 6. büyük ekonomisi olan Türkiye'de, Mayıs 2013 yılında Fed'in parasal genişleme politikasına son vereceğinin sinyali üzerine tahvil faiz oranlarında gerileme yaşanmasına rağmen Nisan 2014'e kadar yükseliş trendi devam etmiştir. Bunun yanı sıra sermaye girişlerinin yavaşlaması nedeniyle Mayıs 2013'ten itibaren düşüş eğiliminde olan tahvil-bono piyasasındaki yabancı yatırımcı payı % 24'e kadar gerilemiştir (Maliye Bakanlığı, 2014: 66).

Borsa İstanbul'un Uluslararası Tahvil Pazarı'nda 2014 yılında 264,98 milyon TL ve 118,98 milyon dolarlık işlem hacmi gerçekleşmiştir (Borsa İstanbul, 2014: 45).

1.2.2.5. Finansal Kiralama

Avrupa Leasing Birliği ELA (*European Leasing Association*) finansal kiralama (leasing) şöyle tanımlamaktadır; Leasing, leasing veren (*Lessor*) ve leasing alan (*Lessee*) arasında imzalanan ve üreticiden leasing alan taraftan seçilip, leasing veren taraftan satın alınan bir malın mülkiyetini leasing verene, kullanım hakkını ise leasing alana bırakan bir sözleşmedir." Malın kullanımı, belirli bir kira ödemesi karşılığında leasing alana bırakılmıştır. Bu tanımlamaya göre, kira bedeline leasing verenin toplam giderleri olan mal bedeli faiz ve kâr marjı dâhil olmaktadır (Geçili, 2014: 28).

Leasing en sade şekliyle; herhangi bir varlığın mülkiyetini almadan, sadece kullanım hakkının belirli bir süre devralınmasına imkân veren bir finansman tekniği olarak tanımlayabiliriz. Ancak leasingin esaslarını ortaya koyan tanımı; " Leasing, yatırımcıların gereksinim duydukları yatırım mallarını kendi olanaklarıyla veya kredi yoluyla temin edilen fonları kullanarak satın almak yerine, ihtiyaç duyulan bu varlıkları finansal kiralama şirketlerine aldırarak, finansal kiralama şirketinin aldığı bu malları özel bir sözleşmeyle ihtiyaç sahiplerine devrettiği bir yöntemdir" şeklinde yapabiliriz (Karakoç, 2003: 77).

Leasingin kiracı açısından yararları şöyle sıralanabilir (Karadağlı, 2007: 86):

- ❖ **Az Formalite;** Leasing işlemlerinde kredi süreci banka kredilerine oranla daha kolay ve daha hızlı sonuçlandırılmaktadır. Bu sayede kiracı enflasyon, kur artışı, faiz değişimleri gibi olumsuz faktörlerden korunmuş olmaktadır.
- ❖ **Yatırımın % 100 Finansmanı;** Leasing yöntemi ile yatırımların % 100'e yakını finanse edilebilmektedir. Kiracı tarafından talep edilmesi durumunda malın nakliyesi, sigortası, montajı gibi masraflarını da kapsayacak şekilde finansman sağlanmaktadır.

- ❖ **Az Teminat;** Leasing işlemleri banka kredilerine oranla daha az bir teminat ile gerçekleştirilebilmektedir. Bunun en büyük nedeni sözleşme süresi boyunca kiralanan malın mülkiyetinin leasing şirketine ait olmasıdır.
- ❖ **Malın Mülkiyetine Sahip Olabilme;** Kiracı, kira döneminin sonunda leasinge konu olan mala önceden sözleşmede belirlenen sembolik bir bedel ile sahip olabilmektedir.
- ❖ **Kredi Değerliliği;** Leasing işlemi bir kredi olmadığı için bilançoda gözükmemektedir. Bu durumda işletme bilançolarının borç/özsermaye oranını etkilememekte ve işletmelerin kredi değerliliğine olumlu etki yapmaktadır. Böylece işletmelerin diğer kredi olanakları saklı kalmaktadır.
- ❖ **K.D.V. Avantajı;** Genel KDV oranı % 18 olmasına rağmen, leasing yolu ile yapılan işlemlerde bu oran %1 olmaktadır. Bu da işletmelere önemli bir maliyet avantajı sağlamaktadır.
- ❖ **Düşük Maliyet;** Leasing işlemlerinde ticari kredilerde olduğu gibi % 5 Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi ile % 3 Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu bulunmamaktadır.

Leasingin kiralayan açısından avantajları şöyle sıralanabilir (Karadağlı, 2007: 87):

- ❖ **Karlılık Oranı Yüksek;** Leasing, kiraya veren açısından satış seçeneğine göre daha yüksek bir karlılık oranı sağlayabilmektedir. Kiracının sözleşme süresi sonucunda satın alma hakkını kullanmaması durumunda, kiralayan, finansal kiralama konusu malı devralarak yeniden değerlendirme olanağı elde edebilir.
- ❖ **Risk Oranını Düşürür;** Kiralayan, leasinge konu malın mülkiyetini elinde bulundurduğundan riske uğrama olasılığı daha düşüktür. Kiracının ödeme güçlüğü içine girmesi veya iflas etmesi durumunda kiralayanın sözleşmeyi feshederek malın zilyetliğini her zaman geri alabilir.

- ❖ **Teşviklerden Yararlanmaya Olanak Sağlar;** Yatırım Teşvik Belgesi kapsamındaki yatırımların tamamının veya bir kısmının leasing yoluyla gerçekleştirilmesi durumunda kiralayan, kiracının yararlanacağı teşviklerden Hazine Müsteşarlığı'na belirlenecek esaslar çerçevesinde yararlanır.

Leasing yönteminin bazı dezavantajlı yönleri ise şöyledir (Karadağlı, 2007: 88):

- ❖ **Kullanım Serbestliğinin Kısıtlanması;** Leasing yönteminde leaseinge konu olan malın kullanım serbestliği satın alma yöntemine göre daha sınırlıdır. Kiracı mal üzerinde yapmak istediği her türlü değişiklik için önceden leasing şirketinden izin almak zorundadır. Leasing yönteminde işletmeler diğer borçlanmaları için leaseinge konu sabit varlığı mülkiyetine sahip olmadıkları için ipotek ettirme şansına sahip olamamaktadırlar.
- ❖ **Kur Riski;** Leasing yönteminde taksitlerin yabancı para cinsinden belirlenmesi durumunda kiracı açısından kur riski doğmaktadır.
- ❖ **Hurda Değerinden Yararlanamama;** Leasing yönteminde kiracı, kiraladığı malın hurda değerinden yoksun kalmaktadır. Bundan dolayı hurda değeri yüksek olan malların satın alınması kiralanmasına oranla daha avantajlı olabilmektedir.

1.2.2.6. Faktöring

Faktöring; ülke içi veya dışına kredili satış yapan işletmelerin, nakit sürekliliğini sağlamak amacıyla alacak risklerini “factor” adı verilen finansal kuruluşlara devretmesi işlemidir. Faktöring işlemi ile satıcı işletme vadeli alacaklarını, belirli bir gider karşılığında vadesinden önce tahsil etme imkânı kazanır. Bu açıdan faktöring, kredili satış yapan işletmeler için bir tedarikçi finansmanı olarak da ifade edilebilir (Kaya ve Gerekan, 2011: 75).

Faktöringin genel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Tevfik, 2012: 420-421):

- ❖ Faktöring kullanan işletme, alacakları izleyen kredi ve tahsilatı yapan tahsilat bölümlerini ortadan kaldırabilir.
- ❖ Şüpheli alacaklar azaltılabilmektedir.
- ❖ Bu iki maliyet tasarrufu, faktöre ödenen komisyonları çoğu kez aşabilir.
- ❖ Faktör, çalışma alanında müşterisinden daha uzman olduğu için daha etkin çalışır.
- ❖ Bilançoda alacaklar nakde dönüştüğünden işletmenin likiditesi daha iyi gözükür.

Faktöring yönteminin bazı yararları şunlardır (Akgüç, 2011: 554):

- ❖ İşletmenin faaliyet hacmi genişledikçe, kendiliğinden artan bir finansman kaynağı sağlar.
- ❖ Alacaklara bağlanan fonların vadelerinden önce çözülmesi, fonların başka alanlarda kullanılabilmesini sağlar.
- ❖ Factoring işletmeleri, müşteri değerlendirmede işletmeye katkı sağlar.
- ❖ Ödeme taahhütlü bir faktör sözleşmesi olması durumunda alacakların tahsil edilememe riski kısmen ya da tamamen ortadan kalkar.
- ❖ Factoring yapılması durumunda, bilançoda işletmenin borcu olarak gözükmemektedir. Bu durum işletmenin kredi değerliliği üzerine olumlu etki yapar.

Faktöring işleminde alacaklı tarafın riskleri üstlenmesi sebebiyle oluşan faize ek olarak alınan komisyon işletmeler için ek bir maliyet getirmesi bu işlemin en önemli dezavantajı olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.2.2.7. Yabancı Kaynak ile Finansmanın Avantajlı ve Dezavantajlı Yönleri

Yabancı kaynak ile finansmanın avantajlı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 646):

- ❖ Yabancı kaynağın işletmeye maliyeti özellikle sabit faiz ile borçlanıldığında belirli ve sınırlıdır. Borç verenlerin, çok başarılı bir işletme olsa dahi işletmenin başarısına, kârına, iştirak etme hakları yoktur.
- ❖ Borçla finansmanın maliyeti, belirli ve sınırlı oluşunun yanı sıra, genellikle özsermaye ile finansmana kıyasla daha düşüktür.
- ❖ Yabancı kaynakla fonlamada, işletmenin sahip ve ortakları, işletme üzerindeki kontrol yetkilerini paylaşmak zorunda kalmazlar.
- ❖ Faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebilmesi olanağı bir vergi avantajı sağlar.
- ❖ Kredi sözleşmesine konulacak koşullarla, borçla finansman esnek bir nitelik alabilir.
- ❖ Yabancı kaynakla finansman, belirli koşullar altında, finansal kaldıraçın lehe etkisiyle işletmenin özsermaye kârlılık oranını yükseltir.

Yabancı kaynak ile finansmanın dezavantajlı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2011: 647):

- ❖ Yabancı kaynakla finansman, işletmenin satış ve kârlarında dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük risk taşır. İşletmenin borçlarını süresinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürür.

- ❖ Yabancı kaynakla finansman, finansal kaldıraçın lehe etkisiyle işletmenin kârlılığını yükseltse dahi, işletmenin riskini arttırdığından, işletme değerinde veya anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin değerinde düşüşe yol açabilir.
- ❖ Yabancı kaynak, süresi ne kadar uzun olursa olsun belirli bir tarihte geri ödenecektir. Bu nedenle finans yöneticileri, borçların zamanında ödenmesine olanak verecek fonların sağlanması için gerekli önlemleri almak zorundadırlar.
- ❖ Özellikle uzun süreli yabancı kaynak, işletmeyi uzun süreli yükümlülük altına soktuğu için risk taşır, bu risk borç alınırken yapılan tahmin ve planların, koşulların değişmesi sonucu gerçekleşmemesinden doğar. Koşulların işletmenin aleyhine değişmesi, işletme açısından ağır bir yük haline alabileceği gibi, koşullarda ilk tahminlere kıyasla lehe bir gelişmenin sonucunda borçlanma çok avantajlı bir hal de alabilir.
- ❖ Orta ve uzun süreli kredilerde finansman kurumları, kredi sözleşmelerine bağlayıcı, işletme yöneticilerinin hareket serbestisini sınırlayan hükümler koymaktadırlar. Böyle bir durumda işletme, uzun süreli kredi almakla, kısa süreli kredileri hatta sermaye artırımına kıyasla çok daha sınırlayıcı şartların baskısı altına girmiş olmaktadır.
- ❖ Uzun süreli yabancı kaynaklarla sağlanabilecek fonların bir sınırı vardır. Finansman kurumlarınca genellikle kabul edilen standartlara göre bir işletmenin yabancı kaynak/özsermaye oranı, belirli bir sınırın üzerine çıkmamalıdır. Finansal yapısı, finansman kurumlarınca aranan standartlara uygun olmayan işletmelerin uzun süreli yabancı kaynak bulma olanakları çok sınırlı veya yoktur.

1.2.3. Özsermaye ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması

İşletmelerin borç ve özsermaye gibi finansman ihtiyaçlarını karşılayan kaynakların bazı önemli risklerini dikkate alarak optimal sermaye yapılarını oluşturmaları gerekmektedir. Bu yapıyı oluştururken kaynaklar arasında bir denge kurulmalıdır.

Dengenin sağlanmasında özellikle borcun işletmeye sağlayacağı avantajlar ve borcun işletmeye getireceği yükümlülüklerin oluşturacağı riskler önem taşımaktadır.

Yabancı kaynağın bir vadesi olup işletmeler vade sonunda borcun anaparasını faiziyle geri ödemek zorundadırlar. Diğer taraftan özsermaye açısından vade söz konusu olmayıp gerek dışarıdan getirilerek konulan özsermaye gerekse de işletmenin faaliyetleri sonucu oluşmuş olan karların işletmede bırakılması sırasında herhangi bir zaman kısıtı konulmamaktadır (Akgüç, 2011: 482). “Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kıt ve buna bağlı olarak maliyetinin yüksek olması, işletmeleri genel olarak borç-özsermaye oranı açısından özel olarak borcun vade yapısı açısından optimal sermaye bileşiminden uzaklaştırmaktadır” (Dağlı, 1998: 115).

Faizin vergiden düşülebilir bir gider olması ve vergi oranlarının yüksek olması gerçeği, borcu hisse senetlerinden daha düşük maliyetli yapmakta ve bu durum işletmeleri borçlanmaya teşvik edici bir unsur olmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000’den aktaran: Büyüktortop, 2007: 44). “Bu durum hissedarlar için daha çok kar anlamına geldiğinden işletmenin hisselerini daha değerli kılar. Sonuçta, borçla finanslama, özsermaye ile finanslamaya göre avantajlı olur.” (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2002’den aktaran: Büyüktortop, 2007: 44).

Borçla finansmanın bir diğer avantajı, hissedarlarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını azaltarak, yönetimi değer oluşturmaya yönlendirir. Fazla borç kullanan işletmeler aldıkları borçların anapara ve faizlerini ödeyebilmek için sürekli olarak nakit oluşturma baskısı altındadırlar (Büyüktortop, 2007: 44).

Borcun vergi avantajı sağlaması ve yönetimin paylaşılabilmesi gibi avantajları olmasına rağmen işletmelerin finansal riskini artırması ve buna bağlı olarak işletmelerin likiditesini düşürmesi gibi dezavantajı da bulunmaktadır.

Borç ile özsermaye arasında süre, işletme geliri üzerinde talep hakkı, işletmenin varlıkları üzerinde talep hakkı ve yönetime katılma hakkı gibi temel farklılıklar bulunmaktadır.

Tablo 1: Özsermaye ile Yabancı Kaynak Arasındaki Farklar

	Özsermaye	Yabancı Kaynak
<i>Süre</i>	Belirli bir süresi yok Sürekli kaynak	Belirli bir süresi var. Süre sonunda ödenmek zorunda
<i>İşletme geliri üzerinde talep hakkı</i>	Öncelik hakkı yok Tutar belirli değil Kesinlik yok	Öncelik hakkı var Tutar belirli Kesinlik var
<i>İşletmenin varlıkları üzerinde talep hakkı</i>	Öncelik hakkı yok Tutar belirli değil Kesinlik yok	Öncelik hakkı var Tutar belirli Kesinlik var
<i>Yönetime katılma hakkı</i>	Var	Yok

Kaynak: Akgüç, 2011: 482-483

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAKLAŞIMLAR VE LİTERATÜR ÇALIŞMASI

2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar

1900'lü yıllarda işletmelerde finans fonksiyonunun temel rolü fon sağlamak ve nakit yönetimi olarak algılanmaktaydı. 1950'lere gelindiğinde bu rol işletmenin piyasa değerini arttırmak olarak kabul edilmeye başlandı. İşletmenin piyasa değerinin ortaya çıkmasında Porter'in elmasında bahsettiği rekabet gücü faktörlerinin önemi büyüktür. Bu faktörler üretim maliyetlerinin, satış miktar ve fiyatlarının, gerekli yatırımların ve risklerin oluşmasında etkilidir (Pike ve Neale, 2003: 20-21).

İşletmelerin sermaye yapıları, bilançolarında bulunan pasif kalemlerinin oluşturduğu yapıyı ifade ederler. Sermaye yapısı kararlarının asıl amacı ise pasif kalemler arasında bulunan uzun süreli kaynakların en uygun bileşimini oluşturarak işletmelerin piyasa değerlerini maksimum düzeye çıkarmaya çalışmaktır.

Finans literatüründe, ilk kez 1952 yılında David Durand tarafından ortaya koyulan sermaye yapısı sorunu incelemeleri işletmelere ilişkin belirli ve sabit iş riski düzeylerini öngörmüş, işletmeleri kurumlar vergisinden muaf kabul ederek, belirli iş riski seviyesindeki işletmelerin ortak büyüme oranlarına sahip olacaklarını varsaymıştır. Aynı işletmeler için arz edilen hisse senetlerinde ayırım (imtiyazlı, imtiyazsız gibi) söz konusu değil iken, nakit akışlarının faiz ve vergilerden bağımsız olduğunu varsaymıştır (Terim, 2009: 38).

Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları adı altında yorumlanan bu yaklaşımların üzerine literatürde faiz ve vergilerin sermaye yapısı üzerine etkilerini anlamlı şekilde ortaya koyan, risk ve kârlılık arasında denge oluşturmayı hedefleyen, optimum sermaye yapısını oluşturmaya yönelik çalışmalar, çeşitli sermaye yapısı karmaları ile işletmelerin

toplam sermaye maliyetini minimuma indirmeyi hedeflemişlerdir. Optimum sermaye yapısına ulaşmada borcun faizinin bir gider kalemi olarak kullanılıp, vergi matrahını azaltması ile sermaye maliyetini düşürmesi, borç maliyetinin özsermaye maliyetinden düşük olması, işletmeler için borçlanmayı cazip kılmakta ancak bu durum iflas maliyetleri, finansal risk ve temsil maliyetlerini arttırmaktadır (Terim, 2009: 38).

2.1.1. Temel Yaklaşımlar

Sermaye yapısının işletme değeri ile olan ilişkisini ortaya koyan yaklaşımlar Net Gelir yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri yaklaşımı, Geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller (MM) yaklaşımıdır. Temel yaklaşımlar olarak nitelendirilebilecek bu konuların odak noktası, işletmenin sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini ve işletme değerini etkileyip etkilemediğidir. Temel yaklaşımların ortak varsayımları şöyledir (Van Horne, 2001: 9):

1. Kurumlar vergisi ve gelir vergileri yoktur. (Daha sonra bu yaklaşım kaldırılmıştır.)
2. Bir işletme için borç özsermaye oranı, borcu ödemek için hisse senedi ihraç etmek veya borçlanarak hisse senetlerini geri satın almak şeklinde değişmektedir. İşlem maliyetlerinin olmadığı varsayılmaktadır.
3. İşletme elde ettiği karın tümünü dağıtan bir politika izlemektedir.
4. Her bir işletme, gerçekleşmesi beklenen faaliyet karlarına ilişkin kişisel beklenti değerlerinin olasılık dağılımları pazardaki tüm yatırımcılar için aynıdır.
5. Gelecek dönemlere ilişkin faaliyet karlarının olasılık dağılımlarının beklenen değerleri mevcut faaliyet karları ile aynıdır.

2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

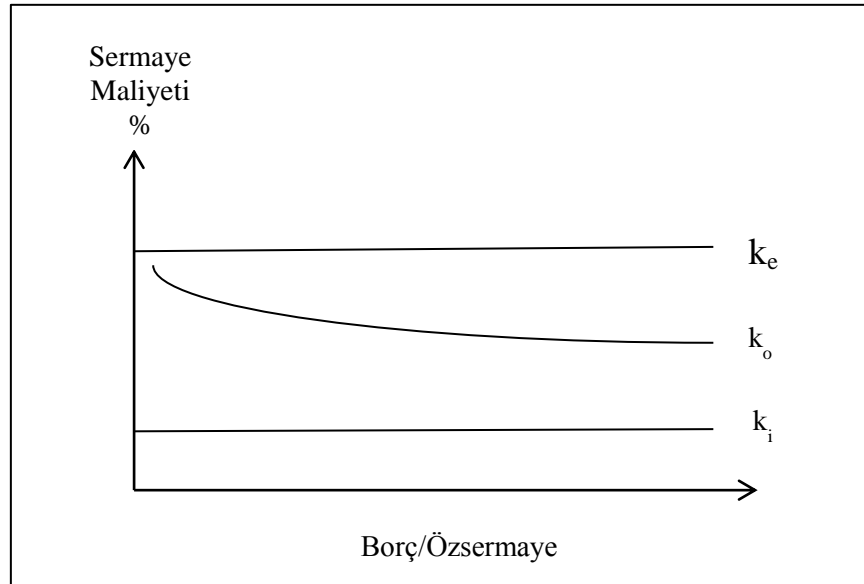
Net Gelir yaklaşımı ilk kez David Durand (1952) tarafından ortaya konulmuştur. Temel olarak kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır. “Bu

yaklaşım vergilerin olmadığı, borcun maliyetinin özsermaye maliyetinden düşük olduğu ve borç kullanımının risk unsurunda bir değişikliğe neden olmadığı varsayımına dayanır” (Durand, 1952: 215-220).

“Net Gelir yaklaşımına göre bir işletmenin değeri, sermaye yapısının içerisinde bulunan yabancı kaynağın payının artmasına bağlı olarak artacağı varsayılmaktadır” (Ercan ve Ban, 2005: 228). Bu varsayımına göre borçlarını attıran işletmeler kaldıraç faktörünün etkisini en iyi biçimde kullanarak piyasa değerlerini arttırabilirler.

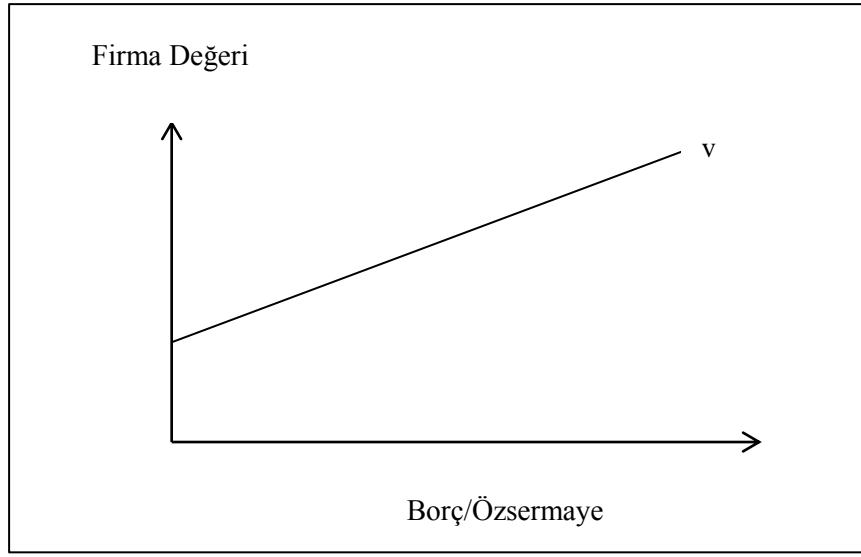
Net Gelir yaklaşımına göre, bir işletme sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürebilmektedir. Hem borcun hem de özsermayenin maliyetinin sabit kalacağı varsayımına dayanan bu yaklaşıma göre, borcun maliyeti özsermaye maliyetinden düşük olması nedeniyle sermaye yapısında borç miktarı arttıkça ortalama sermaye maliyeti azalacaktır. Dolayısıyla borç miktarı arttıkça ortalama sermaye maliyeti düştüğünden dolayı işletme değerinin, kullanılan borç miktarındaki artışlara paralel olarak artması gerektiği belirtilmiştir.

Şekil 1: Net Gelir Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki



Kaynak: Akgüç, 2011:487

Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Akgüç, 2011: 488

Şekil 1 ve 2’de görüldüğü gibi, net gelir yaklaşımında özsermaye maliyeti (k_e) ile borcun maliyeti (k_i) değişmemektedir. Bununla birlikte bir işletme borçlanma yoluyla kaldıraç faktörünü artırarak sürekli olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (k_o) düşürmek ve piyasa değerini (v) yükseltmek olanağına sahiptir (Akgüç, 2011: 488).

Net Gelir yaklaşımına yöneltilen eleştirilerden ilki işletmenin aşırı borçlanmasının uzun dönemde net faaliyet geliri oluşturmada olumsuz etkiye sahip olması ile yüksek faiz ödemeleri ile büyük miktarda kar payı ödeme zorunlulukları işletmenin likit fonlarını azaltarak yeni ve karlı yatırımlara girmesine engel olacaktır. Diğer bir eleştiri ise toplam kaynaklar içerisinde borçların ağırlığının ve dolayısıyla faiz ödeme yükümlülüklerinin artması, ortaklar ve borç kullandıranların daha yüksek getiri beklmelerine neden olabilecektir. Bu durum özsermaye ve borç maliyetinde yükselmeye neden olacaktır. Belirtilen bu nedenlerle sermaye yapısı içerisinde borç kullanımının artırılması her zaman işletme değerini yükselteceği anlamına gelmeyebilir (Bürker ve diğerleri, 2007: 451).

2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

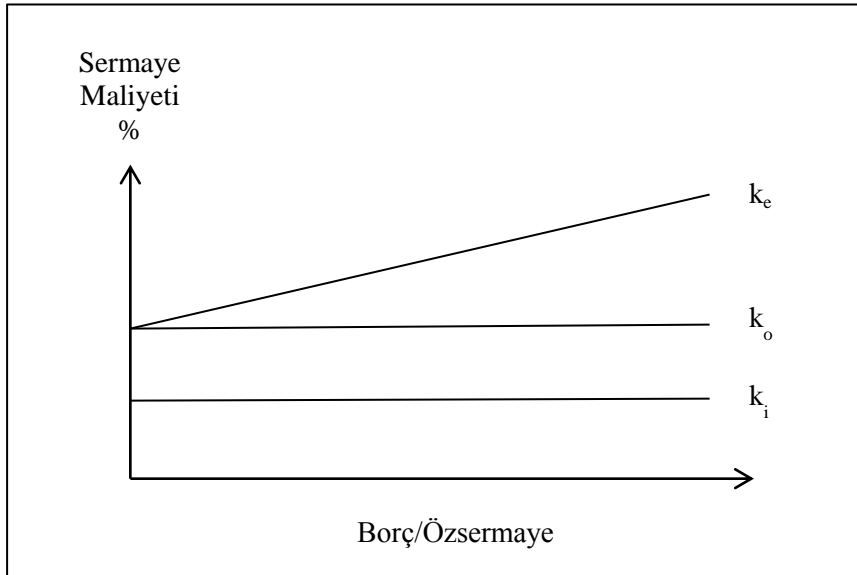
Net faaliyet geliri yaklaşımı da ilk kez David Durand tarafından ortaya konulmuştur. Bu yaklaşım net gelir yaklaşımının tersine sermaye yapısı ile işletmenin

piyasa değeri arasında bir ilişki olmadığını ve işletmenin sermaye yapısındaki değişimlerin işletme değerini etkilemediğini öngörür.

İşletme gelirlerinin değerlemesine yönelik bir yaklaşım olan net faaliyet geliri yaklaşımı, bir işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve piyasa değerini finansal kaldıraç (yabancı kaynak/özsermaye) oranından bağımsız tutar. Her sermaye yapısı optimaldir ve sabit bir ağırlıklı ortalama sermaye yapısı vardır (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 453-455).

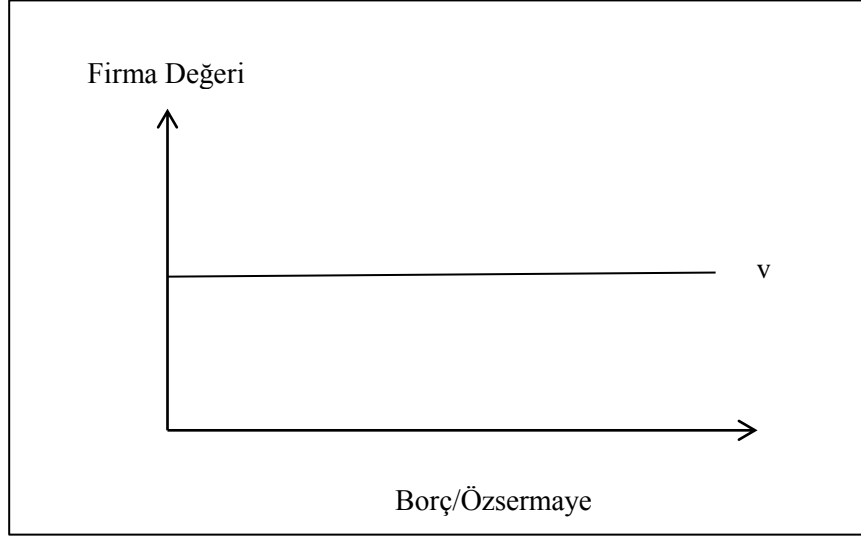
Brealey ve Myers'e göre de net faaliyet geliri (Net operating income) yaklaşımı işletmenin toplam sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetlerinin değerinin kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu savunmaktadır. Yaklaşımın temel varsayımı kaldıraç derecesini dikkate almamasıdır. Kaldıraç derecesinin işletme değerinden bağımsız olduğu görüşünün düşünülmesini ifade eder (Brealey ve Myers, 1984: 394).

Şekil 3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki



Kaynak: Akgüç, 2011: 490

Şekil 4: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 231

Şekil 3'te borcun maliyeti (k_i) ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_o)'nin değişmediği görülmektedir. Ancak bir işletme borcunu arttırdığında risk düzeyi artacağından dolayı hissedarları bu duruma hoşnut kalmayacaklardır. Bu durum borcun artışına bağlı olarak özsermaye maliyetini (k_e) yükseltecektir. Şekil 4'te sermaye maliyetine bağımlı olmadan işletme değerinin (v) sabit kaldığı görülmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımında kritik varsayım, işletmenin ortalama sermaye maliyetinin çeşitli sermaye yapısı oranları için sabit olduğudur. Bu nedenle bu yaklaşıma göre, işletmenin sermaye yapısının, piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi yoktur.

Bu yaklaşımın sermaye yapısına olan en önemli katkısı, işletme değerini faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) belirlediğini vurgulamasıdır. Net faaliyet geliri yaklaşımı işletme için belirli tek bir optimum sermaye yapısının var olmadığını ve böylelikle her sermaye yapısının kabul edilebilir, işletmeye yarar sağlayıcı yönlerinin olduğunu savunmaktadır. Bunun gerekçesi ise işletmenin borçlanma oranını arttırdıkça, artan risk ile beraber özsermaye maliyetinin de artacağı kabulüdür. Borç düzeyinin artması ile işletmenin finansal risk düzeyi de artacak, hisse senedi sahipleri artan risk ile daha yüksek

getiri talep edeceklerdir. Böylelikle borcun sağladığı yarar, özsermaye maliyetindeki artış ile ortadan kalkmış olacaktır. Bu nedenden dolayı ortalama sermaye maliyeti çeşitli sermaye yapıları içinde sabit kalmaktadır (Terim, 2009: 45).

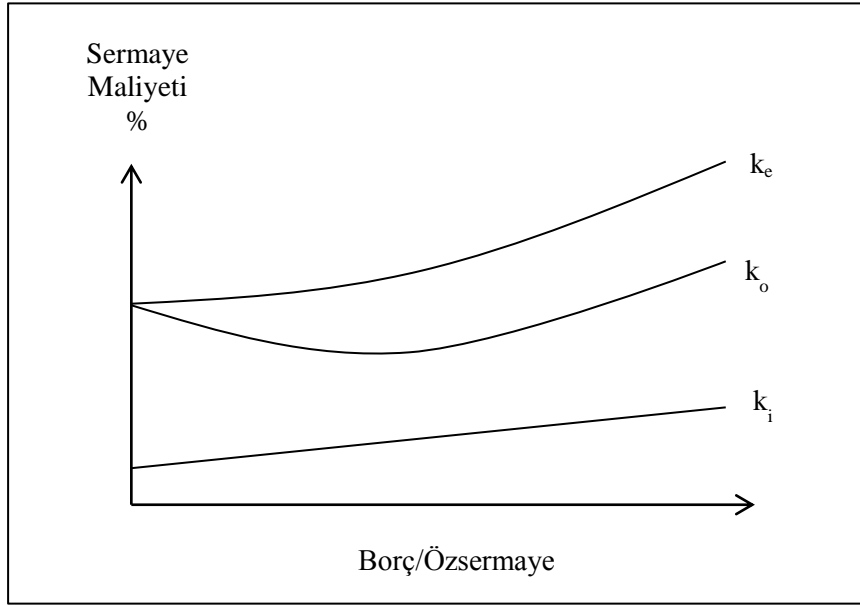
Net faaliyet geliri yaklaşımının finansman kararları açısından ortaya koyduğu sonuçlardan ilki, söz konusu kararlarda borçlanmanın gizli maliyeti olan, özsermaye maliyetindeki artışın da farkına varılıp, borç ve özsermayenin reel maliyetlerinin eşit olduğunun kabul edilmesidir. İkinci önemli sonucu ise işletme için tek bir optimal sermaye yapısının olmadığıdır (Türko, 2002: 496-497).

2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşımda, işletmenin sermaye yapısında özsermayeye göre daha düşük maliyetli olan borcun oranının arttırılması belli bir noktaya kadar ortalama sermaye maliyetini düşürecek ve işletme değerini arttıracaktır. Her ne kadar işletmenin finansman riski arttıkça özsermaye maliyeti artsa da; bu artış, belli bir noktaya kadar borcun ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisinin üzerine geçemeyecektir (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 455-456). Söz konusu noktanın üzerindeki borç oranlarında ise özsermaye maliyeti ve borç maliyeti artacak bunun sonucunda ortalama sermaye maliyeti yükselecek ve işletme değeri azalacaktır. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük ve işletme değerinin en yüksek olduğu noktadaki sermaye yapısı ise optimal sermaye yapısı olarak adlandırılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 233).

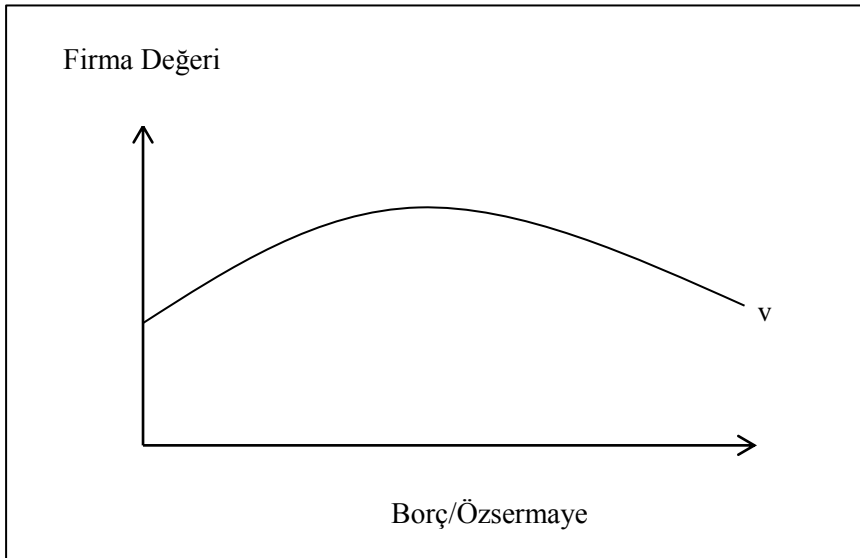
Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, işletmenin finansman riski arttıkça özsermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmekte ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanılmasının ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisinin, özsermaye maliyetinin yükselişi ile tamamen giderilemeyeceğini kabul etmektedir. Bu yaklaşıma göre, işletmenin borçları arttıkça özsermaye maliyeti yükselse dahi, belirli bir noktaya kadar borçlanma işletmenin ortalama sermaye maliyetini aşağıya doğru çekici bir etki yapmaktadır (Akgüç, 2011: 492).

Şekil 5: Geleneksel Yaklaşımında Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 234

Şekil 6: Geleneksel Yaklaşımında Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 234

Geleneksel yaklaşımda işletmenin ortakları, sermaye yapısı içerisinde borç düzeyinin artması ile beklentilerini, dolayısıyla işletmenin özsermaye maliyetini yükseltmektedir. Aynı şekilde işletmeye kredi sağlayanlar da işletmenin borç düzeyinin

yükselmesine bağı olarak işletmeyi daha riskli görmekte ve kredi maliyetlerini yükseltmektedir.

Şekil 5 ve 6'da görüldüğü gibi, borç/özsermaye oranı arttıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_o) önce azalmakta daha sonra artmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin artmasındaki neden işletmeye borç verenler ile özsermaye sahiplerinin beklentilerinin artmasından dolayı özsermaye maliyeti ile borçlanma maliyetinin yükselmesidir (Ercan ve Ban, 2005: 234). Şekillerde de görüldüğü gibi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bir noktaya kadar düşmekte ve bu noktada işletme değeri en üst düzeye ulaşmaktadır. Ancak işletme borçlanmaya devam ettiğinden dolayı riski yükseldiğinden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti artmaya başlamaktadır. Bu seviyeden itibaren işletme değerinde (v) ise düşüş başlamaktadır.

2.1.1.4. Modigliani-Miller (MM) Yaklaşımı

Modigliani-Miller yaklaşımı, belli varsayımlar altında net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynıdır. Bu yaklaşımda da net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi işletme değeri ve sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğu ileri sürülmekte ve sadece tanımsal olarak kalan net faaliyet geliri yaklaşımına davranışsal destek verilmektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 456).

MM yaklaşımının dayandığı varsayımlar şunlardır (Megginson, 1997: 316-317):

1. Sermaye piyasaları etkindir. Kurumlar vergisi ve gelir vergisi yoktur. Menkul kıymetlerin işlem maliyeti yoktur ve istenildiği anda anılıp satılabilmektedir.
2. İşletmeler, riskli özsermaye ve risksiz borç olmak üzere yalnızca iki tür menkul kıymet ihraç edebilmektedir.
3. Hem bireyler ve hem de işletmelere risksiz faiz oranından borç alıp, borç verebilmektedir.
4. Yatırımcılar, işletmenin gelecekteki getirileri hakkında aynı beklentiye sahip olmaktadır.

5. İşletmede büyüme söz konusu değildir. Nakit akımları sonsuza kadar aynı seviyede kalmaktadır.
6. Tüm işletmeler eşit getiri seviyelerine göre sınıflandırılabilirler Diğer bir ifade ile belli bir risk sınıfında yer alan işletmeler hem aynı getiri beklentisi hem de beklenen getirilerin aynı olasılık dağılımına sahip olduklarından birbiriyle aynı konumda olmaları söz konusudur. Aynı risk sınıfındaki işletmeler yalnızca büyüklük bakımından birbirlerinden farklıdır.

Bu varsayımlardan hareket eden MM, daha sonra şu sonuçlara ulaşmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2011: 202-203):

1. İşletmenin toplam piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısından bağımsızdır. İşletmenin piyasa değeri, beklenen nakit girişlerinin işletmenin risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değeridir.
2. İşletmenin borçlanması nedeniyle finansman riski arttığından, özsermaye maliyeti de artar. Ortaklar, artan finansman riski nedeniyle daha yüksek kar payı beklerler.
3. Yatırım kararları için uygulanacak iskonto oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır. Diğer bir ifadeyle, yatırım kararları ile yatırımın finansmanı kararlarının birbirine etkisi yoktur.
4. Vergiden sonraki borçlanma maliyeti sabittir.
5. Ortalama sermaye maliyeti işletme borçlandıkça azalır.

MM yaklaşımının üç temel önermesi bulunmaktadır:

1. Önerme: “Herhangi bir işletmenin piyasa değeri, sermaye yapısından bağımsızdır ve işletmenin beklenen getirisinin, bulunduğu sınıfa uygun olan iskonto oranı ile iskonto edilmesiyle elde edilir” (Modigliani ve Miller, 1958: 268).

Birinci önermenin odak noktasında, bir işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin borç/özsermaye oranından bağımsız olduğu ve sermaye yapısında borç kullanmayan yani tamamen özsermaye ile kendisini finanse eden işletmenin sermaye maliyetinin, borç kullanan işletmenin sermaye maliyetine eşit olduğunu ifade eder (Pike ve Neale, 2003: 710).

MM'nin bu önermesine göre, bir işletmenin piyasa değeri sermaye yapısından bağımsızdır ve işletme değeri beklenen getirinin, aynı gruptaki işletmelerin sermaye maliyeti ile indirgenmesi ile hesaplanabilir (Megginson ve Smart, 2008: 496):

$$\text{İşletme değeri (V)} : \frac{\text{Faaliyet ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}}$$

Bu durumda, aynı risk sınıfına giren, net faaliyet karları eşit olan işletmelerin piyasa değerleri de birbirine eşittir. Başka bir deyişle, bir işletme, sermaye yapısını değiştirerek, aynı risk sınıfına giren aynı net faaliyet gelirine sahip başka işletmeye göre piyasa değerini yükseltmez (Akgüç, 2011: 498).

2.Önerme: “İşletmenin borç-özsermaye oranı arttıkça hisse senedinden beklenen getiri de artar.” (Brealey ve diğerleri, 2011: 425). Bu önermeye göre, kaldıraçtan yararlanan bir işletmenin hisse senetlerine ait beklenen getiri oranı, piyasa değeriyle ifade edilen borç-özsermaye oranıyla orantılı bir biçimde artar. Eğer işletmenin borcu bulunmuyorsa özsermayenin beklenen getirisi ile varlıkların beklenen getirisi aynıdır (Bozkurt ve diğerleri, 2001: 410).

$$r_{\text{özsermaye}} = r_{\text{varlıklar}} + \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} (r_{\text{varlıklar}} - r_{\text{borç}})$$

İşletmenin borç/özsermaye oranı arttıkça hissedarlar tarafından beklenen getiri oranı da doğrusal olarak artar. Bu da, borç kullanımından kaynaklanan maliyet avantajının özsermaye maliyet artışı ile sıfırlandığı anlamına gelmektedir (Pike ve Neale, 2003: 712-713).

İşletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti çeşitli yabancı kaynak ve özsermaye oranları için aynı kalmakta iken, yabancı kaynağın maliyeti özsermayenin maliyetinden

düşüktür. İşletme yabancı kaynak ile finansman sağlamaya devam ettikçe özsermayenin maliyeti artacaktır. Özsermaye riski ikiye ayrılmaktadır; bunlardan ilki işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan faaliyet riski, ikincisi ise kaldıraçtan yani yabancı kaynak ile finansman sağlamadan kaynaklanan finansal risktir. İşletme riskini ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlerken; finansal riski ise yabancı kaynağın özsermayeye oranı belirlemektedir (Sayman, 2012: 16).

Sermaye yapısının değişmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti dolayısıyla da işletme değerini etkilememektedir. MM bu önermeleriyle, hissedarların borç/özsermaye oranındaki değişmeye tepki göstermeyeceğini varsayan geleneksel yaklaşıma önemli bir eleştiri getirmişlerdir. MM'in görüşüne göre hissedarlar, borç kullanımını risk alma olarak değerlendirerek hemen tepki verirler (Pike ve Neale, 2003: 712-713).

İki önerme birlikte dikkate alındığında, ucuz olan yabancı kaynağın maliyetinin artmasının, özsermaye maliyetinin artmasıyla birlikte dengelendiği ve böylece sermaye yapısında daha fazla yabancı kaynak kullanımının işletmenin değerini arttırmayacağı anlaşılmaktadır. Buna göre MM modeli, vergilerin ihmal edildiği durumda işletmenin değerinin, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden dolayısıyla işletmenin sermaye yapısından etkilenmeyeceği fikrini savunmaktadır (Sayman, 2012: 16).

3.Önerme: Bir işletmenin yeni yatırım kararları için kullanılacak olan iskonto oranı, yatırımın finansmanında kullanılacak menkul kıymetlerin tipinden bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958: 261-297).

Bu önermede aslında yatırım kararlarının da finansman yapısından bağımsız olduğu ifade edilmektedir. Sadece yatırımın yapılmaya değer olup olmadığı sorusuna verilecek cevabın, finansman amacıyla hangi aracın kullanılacağı ile alakasız olduğu ile ilgilidir. Önermeye göre, bir yatırımın yapılmaya değer olup olmadığının belirlenmesinde hangi aracın kullanıldığı önemli değildir ama bu yönetimin bir finansman planı yerine bir başkasını tartışmasına gerek yok anlamına gelmemelidir. Yatırım yapılmaya değer bulunduktan sonra hangi finansman aracının kullanılacağı bazı durumlarda fark yaratmaktadır (Modigliani ve Miller, 1958: 292).

MM, 1958'de ortaya koydukları ilişkisizlik önermesinden sonra 1963 yılında kurumlar vergisini hesaba katarak yeni modellerini ortaya koymuşlardır. Vergi tasarrufu göz önüne alındığında borçlanma, işletmenin değerini arttırıcı etki yapmaktadır ve bu yaklaşıma göre tamamen borçla finansman işletme değerini en üst seviyeye çıkarmaktadır. Kaldıraçlı işletme değeri kaldıraçsız işletme değerinden kurumlar vergisi ile kullanılan borcun çarpımı kadar daha fazladır (Modigliani ve Miller, 1963: 436).

MM'in vergi etkisini ortaya koyduğu bu yaklaşım tamamen borçla finansman yönteminin en iyi seçenek olduğunu varsaymaktadır. Ancak bu sonuca vergi hariç sermaye piyasalarının mükemmel olduğu varsayılarak ulaşılmıştır. Finansman seçeneklerine karar verilmesinde gerçekte var olan diğer piyasa aksaklıkları da hesaba katılmalıdır (Akman, 2012: 32).

MM yaklaşımına yöneltilen eleştiriler şöyledir (Akgüç, 2011: 498-499):

- ❖ Bir işletmenin iflas etme olasılığının yüksekliği ve iflasın gerektireceği giderler ve değer kayıpları, birikim sahipleri arasında yabancı kaynak oranı yüksek olan işletmelere yatırım yapmanın çekiciliğini azaltmaktadır. İşletmenin iflası halinde, işletmenin varlıklarının gerçek değerlerinin altında paraya çevrilmesi olasılığı iflasın önemli bir maliyetini oluşturur.
- ❖ Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetinin bireyler için büyük işletmelere oranla daha yüksek olmasına yol açar.
- ❖ Sermaye piyasasında arbitrajı sınırlayan kurumsal etmenler bulunmaktadır. Sermaye piyasasına önemli ölçüde kaynak sağlayan kurumsal tasarrufları toplayan kuruluşlar, MM'in öngördüğü gibi hemen arbitraj işlemine başlayamazlar.
- ❖ Sermaye piyasasında hisse senetlerini satın alma veya satma gibi işlemlerin bir maliyetinin oluşu arbitrajı sınırlar.

2.1.2. Modern Yaklaşımlar

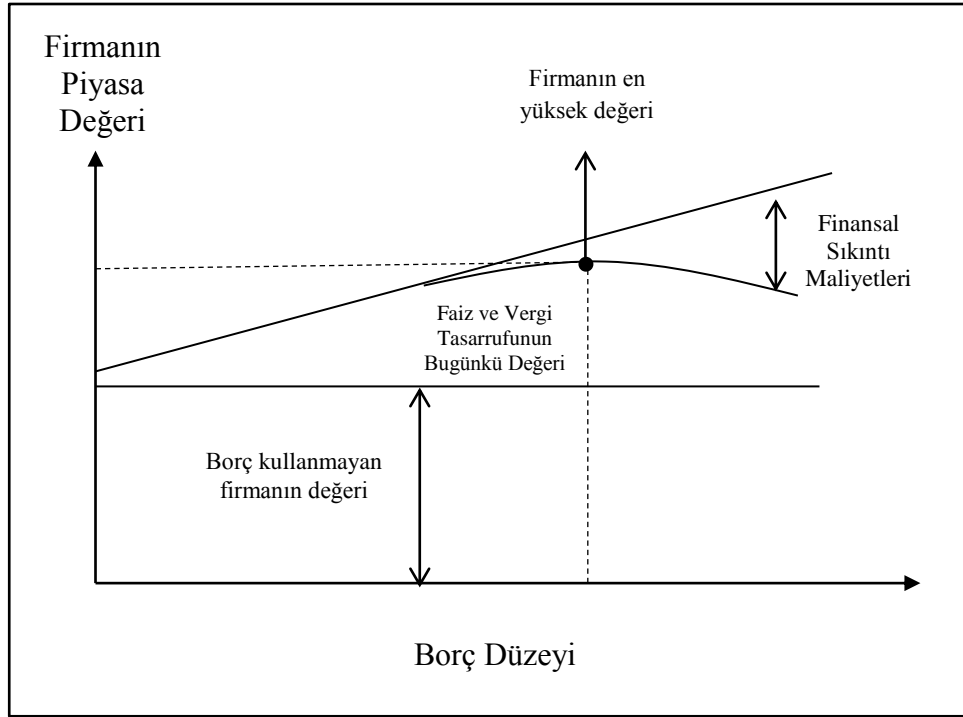
MM'in oluşturdukları varsayımlarda göz önüne almadıkları vergi, iflas maliyeti, temsil maliyetleri ve asimetrik bilgi gibi faktörleri de dikkate alarak ortaya çıkarılmış yeni yaklaşımlar bulunmaktadır.

2.1.2.1. Dengeleme Yaklaşımı

MM'in yapmış oldukları çalışmaların temelinde işletme değerinin en üst düzeye çıkarılması vardır. MM yaklaşımlarının bu temeline vergilerin, finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerinin eklenmesiyle dengeleme modelleri ortaya çıkmaktadır. Dengeleme yaklaşımında optimal sermaye yapısı, kaldıraçın faiz ve vergi kalkanı faydasının finansal sıkıntı ve temsil maliyetleri ile dengelenmesi sonucu oluşturmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2011: 613-614). Bu yaklaşımda borçlanmanın vergi ve diğer getirileri ile finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerinin arasında bir denge oluşturulması öngörülmektedir.

Dengeleme yaklaşımı, işletme değerinin yükseltilmesi için piyasa aksaklıklarının etkisini en aza indirecek optimum borç miktarı ile finansman sağlanması gerektiğini savunmaktadır (Akman, 2012: 35). İşletme için optimum borçlanma miktarı, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi kalkanının bugünkü değerinin, finansal sıkıntı maliyetlerinin oluşturduğu riskin bugünkü değerine eşit olduğu noktada elde edilmektedir (Terim, 2009: 54).

Şekil 7: Sermaye Yapısını Dengeleme Yaklaşımı



Kaynak: Brealey ve diğerleri, 2011: 447

Şekil 7'de görüldüğü gibi, borcun vergi yararları ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelenmenin optimum sermaye yapısını nasıl belirlediğini göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, işletme daha fazla borçlandığında daha fazla artmakta fakat sonradan işletme vergilendirilebilir karları tükettikçe azaltmaktadır. Fakat bir noktada finansal sıkıntı olasılığı ek borçlanma ile hızla artar ve finansal sıkıntının muhtemel maliyetleri işletme değerini önemli biçimde azaltmaya başlar (Brealey ve diğerleri, 2001: 418).

Dengeleme yaklaşımına göre, borç oranları sektörlere, işletmelere ve dönemlere göre değişmektedir. Yüksek ve istikrarlı getiri sağlayan, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan işletmelerin borç oranı hedefleri yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan varlıklara sahip kar oranı düşük işletmeler ise düşük borç ile finansmanı hedeflemelidirler (Brealey ve diğerleri, 2001: 425-426).

2.1.2.1.1. Dengeleme Yaklaşımında Vergi Etkisi

İşletmelerin sermaye yapılarını oluştururken yabancı kaynakları fazla kullanmaları kaldırıcın vergi avantajını da daha fazla kullanması anlamına gelmektedir. Yabancı kaynak kullanımından oluşan giderlerin vergi matrahından düşülerek ödenecek verginin azaltılması sağlanabilmektedir.

MM'in 1958'deki önermelerine vergi etkisini de katarak bir düzeltme yapmışlardır. Borcun özsermayeye göre sağladığı en önemli fayda ödenen vergilerin azalmasıdır. Faiz giderleri vergiden muaf iken kar payı ödemeleri muaf değildir. Özsermaye yerine borç kullanılması vergilendirilen gelir miktarını azaltarak işletmenin değerini artırabilir (Brealey ve diğerleri, 2001: 413-414).

MM tarafından borcun vergi avantajının teorik çerçevede kabul edilmesiyle, optimal sermaye hedefinin var olduğunu ortaya koyan dengeleme yaklaşımının temelleri atılmıştır. Sermaye yapısı kararlarının açıklanmasında önemli yere sahip bu yaklaşıma göre, işletmeler borcun sağlayacağı vergi avantajı ile, borcun yol açabileceği iflas ve temsil maliyetlerini dengeleyip optimum sermaye yapısını oluştururlar (Kula, 2001: 18-35).

2.1.2.1.2. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri

Finans literatüründe önemli bir yeri bulunan sermaye yapısı konusu ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Kuşkusuz bu çalışmaların en önemlileri arasında MM'in yaklaşımları bulunmaktadır. Bu yaklaşımların temel varsayımları arasında sermaye yapısının işletme değerinden bağımsız olduğu görüşü ön plana çıkmakta, finansal sıkıntının etkisinin olmadığı ileri sürülmektedir. Daha sonraki çalışmalarda ise (Modigliani ve Miller (1963) ve Miller (1977)) vergi etkisi dikkate alınmasına rağmen finansal sıkıntı yine dikkate alınmamıştır. Bu durum MM yaklaşımlarının eleştiri noktası olmuştur.

Finansal sıkıntı, bir işletmenin alacaklılara olan yükümlülüklerini karşılamakta zorlanması demektir. Finansal sıkıntının varabileceği en son nokta iflastır. İflas, borçlarını ödeyemeyen işletmenin ya kendi isteğiyle ya da alacaklıların talebi ile tasfiye edilmesidir (Gürsoy, 2007: 587).

Başka bir ifadeyle, borç kullanımının sermaye maliyetinde yarattığı avantaja karşın aşırı borçlanma ve sonunda bu borcu ödeyemeyerek finansal sıkıntıya düşülmesi işletmeye ek bir maliyet getirecektir. Bu maliyete iflas maliyeti ya da daha genel bir ifade ile finansal sıkıntı maliyeti denir (Ross ve diğerleri, 2003: 584-586). Finansal sıkıntı maliyetleri şu şekilde gerçekleşebilir (Ercan ve Ban, 2005: 238):

1. İşletmenin borçlarından doğan davalar, varlıkların nakde çevrilmesini engelleyerek sürecin uzaması, varlıkların fiziksel olarak zarar görmesine neden olabilecektir.
2. Avukat ücretleri, mahkeme masrafları ve yönetim giderleri işletmenin değerinin büyük bir kısmının yok olmasına neden olabilecektir.
3. Finansal sıkıntı sırasında birçok yönetici ve çalışanlar işlerini kaybedeceklerdir. Bu durum işletmenin uzun vadede değerinin düşmesine sebep olabilecektir.
4. İşletmenin tedarikçileri ve müşterileri işletmeye karşı olan davranışlarını değiştireceklerdir.

Yukarıdaki maddelerden ilk ikisi finansal sıkıntı maliyetlerinin direkt kısmını gösterirken, diğer ikisi ise dolaylı maliyet kısmını göstermektedir.

İşletmelerin finansal sıkıntıya düşme olasılığını artıran faktörlerde şöyledir (Gürsoy, 2007: 589):

- a) İşletmenin yüksek sabit maliyetlerle çalışması
- b) Satışların mevsimlik ya da beklenmedik dalgalanmalar göstermesi
- c) Sektördeki rekabetin çok şiddetli olması
- d) Satılan malın fiyatının önemli iniş çıkışlar göstermesi
- e) İşletmenin ürün farklılaştırmasına gitmemiş olmaması

Finansal sıkıntı ancak işletmenin borcunun olması durumunda söz konusu olabilir. Borcu bulunmayan bir işletmenin iflas riski bulunmamaktadır. Yüksek borç düzeyine sahip bir işletmenin finansal sıkıntı olasılığının artması mümkündür ve bu durumda işletmenin cari değeri azalır ve sermaye maliyeti artar.

2.1.2.1.3. Temsil Maliyetleri

Temsil maliyetleri ilk olarak Michael Jensen ve William Meckling'nin 1976'da yapmış oldukları çalışmada ortaya çıkmıştır. Temsil maliyetleri işletmelerin hissedarları, hak sahipleri ile yöneticileri arasında oluşan çıkar çatışmalarının sonucunda oluşan, işletmeyi olumsuz etkileyen maliyetleri ifade etmektedir.

İşletmelerde yöneticiler hissedarların çıkarlarının tersine kendi çıkarlarına yönelik yönetim sergilediklerinde temsil maliyetleri ortaya çıkmaya başlar. Sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıldığı zaman yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmalar temsil maliyetlerinin kaynağını oluşturmaktadır.

Temsil yaklaşımı işletmeyi, fon sağlayanlar ile fon kullanıcıları arasında bir çıkar ilişkisi olarak görür ve finansal kararlarda her iki tarafın rasyonel düşünceyle hareket edeceğini varsayar (Jensen ve Meckling, 1976: 305-360).

Jensen ve Meckling (1976) araştırmalarında temsil maliyetlerini şu şekilde gruplamışlardır (Terim, 2009: 71-72):

- ❖ ***Temsil edilen tarafından katlanılan izleme maliyetleri (Monitoring Expenditures):*** Bu maliyetler fon sağlayanların kendi çıkarlarının fon kullanıcılar tarafından gözetilip gözetilmediğini kontrol amacı ile ortaya çıkan denetim, resmi kontrol sistemleri ve bütçe kısıtlamaları gibi masraflardan oluşur.
- ❖ ***Temsilci tarafından katlanılan sözleşmeye bağlama maliyetleri (Bonding Expenditures):*** Bazı durumlarda fon kullanıcılar, fon sağlayanların çıkarlarına uygun davranacaklarına dair güvence verirler. Temsilcinin temsil edilene zarar verecek belirli davranışlarda bulunmamasını veya bulunsa bile, bu zararın

karşılığının temsil edilene ödenmesini garanti edecek sözleşmelerin maliyetleri bu alt başlığa konudur.

- ❖ **Arta kalan zarar (Residual Loss):** Çoğu ilişkide temsil edilen ve temsilci, parasal ve parasal olmayan izleme ve sözleşme altına alma maliyetlerine katlanacaklar ve buna rağmen temsilcinin kararları ile temsil edilenin refahını maksimize edecek kararlar arasında bir farklılık olacaktır. Bu farklılığın parasal ifadesi, temsil ilişkisinin ortaya çıkardığı bir maliyet olacak ve “arta kalan zarar” olarak ifade edilecektir.

Temsil yaklaşımında hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması özsermaye temsil maliyetini, hissedarlar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışması ise borcun temsil maliyetini ortaya koymaktadır. ”Özsermaye temsil maliyetlerini azaltmak için borç oranını yükseltmek, borcun temsil maliyetini azaltmak için borç oranını azaltmak gerekmektedir. Bu durumda sadece temsil maliyetleri açısından optimal borç oranı, toplam temsil maliyetlerini minimum yapan borç oranıdır.” (Gürsoy, 2007: 593).

2.1.2.2. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

Asimetrik bilgi işletme yönetiminin ya da işletme içindekilerin, işletmenin nakit akımları ve yatırım fırsatları hakkında yatırımcılardan daha doğru bilgilere (özel bilgilere) sahip olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, bilginin ekonomi içerisindeki bireyler ve birimler arasındaki eşitsiz dağılımı asimetrik bilgiyi ortaya çıkarır.

Sermaye yapısı yaklaşımı, işletmeyle ilgili bilginin tutarlı şekillerde modellenmesi ile başka bir boyuta ulaşmıştır. Literatürde bu durum asimetrik bilgi olarak ifade edilmiş ve iki temel ayırmda incelenmiştir. İlk yaklaşım işletmelerin tercih ettikleri sermaye yapısı ile yatırımcılara gerçek finansal durumları hakkında bir sinyal verme yeteneklerinin olduğunu ortaya koymaktadır. İkinci yaklaşım ise sermaye yapısının, bilgi asimetrisinden kaynaklanan yatırım düşüncelerine ilişkin çarpıklıkları azaltmaya yardımcı olacağı yönünde fikirlerden oluşur (Terim, 2009: 73).

Asimetrik bilgi yaklaşımı ile ilgili Gordon Donaldson 1960 yılında bir çalışma yapmıştır. Çalışmada işletmelerin gerçekte sermaye yapılarını oluşturmaları ile ilgili bazı sonuçlara ulaşılmıştır (Ercan ve Ban, 2005: 243):

- ❖ İşletmeler dağıtılmamış karlar ve amortismanlar gibi içten oluşturulan fonlarla finanslanmayı tercih ederler.
- ❖ İşletmeler, hedef kar payı ödeme oranlarını belirlerken gelecekte beklenen yatırım fırsatlarını ve gelecekte beklenen nakit akımlarını temel alırlar.
- ❖ Kar payları kısa faaliyetlerle yakından ilgilidir. İşletmeler kar payı ödemelerinde ve özellikle kar paylarının azaltılmasında önemli değişiklikler yapılmasını istemezler.
- ❖ İşletme aşırı dağıtılmamış karlara sahipse, bunu pazarlanabilir menkul kıymetlere yatırabilir ya da borçlarını ödeyerek sermaye yapısı içindeki borçlarını azaltarak riskli durumdan çıkabilir.
- ❖ Eğer dış finansman gerekmede ise, işletme önce borca daha sonra hisse senedine çevrilebilir tahvil ihracına ve en son yeni hisse senedi ihracına başvurmuştur. Bu Donaldson 'un finanslamada hiyerarşik sıralamasıdır.

2.1.2.2.1. Finansman Hiyerarşisi Yaklaşımı

Asimetrik bilgi kavramının doğuşuyla ortaya çıkan finansman hiyerarşisi yaklaşımı ilk olarak Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiştir. "Finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre, işletmelerin hedef borçluluk oranı ve işletme değerinin artırılması açısından optimal sermaye yapısı söz konusu değildir. Finansman kararlarında hedef borçluluk oranı değil, finansman hiyerarşisi önemlidir." (Myers, 1984: 575).

Finansman hiyerarşisi Yaklaşımının iki varsayımı bulunmaktadır. Birinci varsayım, yönetimin işletmenin cari kazançları ve yatırım fırsatları hakkında yatırımcılardan daha

fazla bilgiye sahip olduğu, ikinci varsayım ise yönetimin eski hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket ettiği varsayımdır (Myers ve Majluf, 1984: 8).

Finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre yatırımlarını finanse etmek isteyen işletmeler, öncelikle işletme içi fonlara (otofinansman) daha sonra dış fonlarla borçlanma ve en son olarak hisse senedi ihracına yönelmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2011: 255). Diğer bir ifadeyle işletmeler öncelikle iç finansmanı tercih ederler. Çünkü iç fonlar, hisse senedi değerlerini düşürebilecek izlenim uyandırmadan sağlanır. Eğer dış finansman gerekliyse işletme önce borçlanmayı tercih eder, son çare olarak hisse senedi ihracına ancak son çare olarak başvurur (Brealey ve diğerleri, 2001: 427).

Finansman hiyerarşisi yaklaşımının temel varsayımları şöyledir (Myers, 1984: 575-592):

- ❖ İşletmeler finansman seçiminde öncelikli olarak iç kaynaklardan yararlanmayı tercih ederler.
- ❖ İşletmelerin temettü ödeme oranlarında pek değişiklik bulunmamaktadır. Temettü ödemelerini de hedefledikleri yatırımlara paralel olarak düzenlerler.
- ❖ Sabit temettü ödeme politikaları ile kârlılık ve yatırım fırsatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, faaliyetlerin doğurduğu nakit akışlarının yatırım harcamaları için gereken fonlardan az veya çok olabileceği anlamına gelir. Eğer nakit akışı yatırım harcamaları gereksiniminden az ise işletme nakit bakiyesini veya portföyündeki spekülâtif amaçlı menkul kıymetleri kullanır.
- ❖ İşletmeler iç kaynaklarını kullandıktan sonra dış kaynaklara yöneldiklerinde ilk önce yabancı kaynaklara yönelirler. Yabancı kaynaklarında yetersiz olduğu durumlarda hisse senedi ihraç ederler.

Finansman hiyerarşisi yaklaşımının temel varsayımlarından yola çıkarak işletmelerin kaynak tercihi sıralaması şöyle olabilir:

1. Dağıtılmamış karlar
2. Az riskli yabancı kaynak
3. Riskli yabancı kaynak
4. Yeni hisse senedi ihracı

Myers finansman hiyerarşisi yaklaşımının iki kısıtı olduğunu belirtmektedir (Myers ve Majluf, 1984: 590):

- ❖ Finansman hiyerarşi, değişmez nitelikteki kar payı politikalarına dayanır ama kar paylarının niçin değişmez olduğunu açıklamaz.
- ❖ İşletmelerin ne zaman ve niçin adi hisse senedi ihraç edeceğine net açıklama getirmez.

Finansman seçimindeki hiyerarşik yaklaşım, asimetric bilgi etkisinin fon kaynağına etkisi nedeniyle benimsenmektedir. İşletmeler fon kaynağı olarak kar yedekleri, statü yedekleri gibi iç kaynaklardan yararlandıklarında asimetric bilgiden etkilenmezler. Ancak yabancı kaynak veya özsermaye sağlama amacıyla ihraç edilen menkul kıymetler finansal piyasalarda asimetric bilginin oluşmasına yol açar (Akman, 2012: 53).

2.1.2.2.2. Sinyal Yaklaşımı

Sinyal yaklaşımı finansman hiyerarşisi yaklaşımında olduğu gibi işletme ile ilgili konularda işletme yöneticileri ve hisse senedi sahiplerinin, işletme dışındaki potansiyel yatırımcılara göre farklı düzeyde bilgiye sahip olması temeline dayanmaktadır. Sinyal yaklaşımının en temel varsayımı, potansiyel yatırımcıların işletmeye yatırım yapma kararlarına temel teşkil edecek olan işletme faaliyetleri, işletme ile ilgili özellikli durumlar, gelecek beklentileri gibi hususlarda doğru karar verebilmek adına yeterli miktarda veriye sahip olmadıkları olarak belirtilmektedir (Sayman, 2012: 58).

Sinyal yaklaşımını ortaya çıkaran Ross, piyasalarda aşırı değerlenen hisse senedi sahiplerinin borçlanma oranını arttırmak için işletme yöneticilerini teşvik etme yoluna gittiğini saptamıştır. Ross araştırmasında, yöneticilerin işletme gelirlerinin dağılımını bildiklerini ancak yatırımcıların bu bilgilerden uzak olduklarını varsaymıştır. Ona göre işletmenin yüksek kaldıraç oranı, yatırımcı tarafından yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılanacaktır. İşletmelerin sermaye yapısı ile değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre potansiyel yatırımcılar kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerin değerinin daha yüksek olduğunu düşünmektedirler (Ross, 1977: 23-40).

Piyasada olumsuz bir görünüme sahip bir işletme, zararını paylaşmak için yeni yatırımcılara yönelme anlamında hisse senetlerini satmak isteyebilir. Hisse senedi arzının duyurulması genellikle yönetimlerinde iyi bir görünüm olmayan işletmeler için bir sinyaldir (Brigham ve Ehrhardt, 2011: 615). Bu durum potansiyel yatırımcılar için olumsuz bir görüş oluşturur.

2.1.2.3. Piyasa Zamanlaması Yaklaşımı

“Piyasa zamanlaması, işletmelerin hisse senedi maliyeti düşüken hisse senedi, borç maliyeti düşüken borç ihraç etmesi anlamına gelmektedir.” (Huang ve Ritter, 2005: 2). Hisse senedi piyasa zamanlaması, hisse senetleri fiyatları yükseldiği zaman hisse senedi ihraç edip, fiyatlar düştüğü zaman hisse senetlerini geri satın almayı ifade etmektedir. Buradaki amaç, özsermaye maliyetlerindeki değişimlerde diğer kaynak maliyetlerine göre oluşan geçici fiyat hareketlerinden faydalanmaktır (Baker ve Wurgler, 2002: 1).

Piyasa zamanlaması yaklaşımında odak nokta, yabancı kaynak kullanımını sağlayan menkul kıymetlerin değeri yükselince yeni menkul kıymet ihracını, değeri düşünce mevcut menkul kıymetlerin geri alım yapılması yoluyla sermaye yapısını oluşturma olarak ifade edilmektedir.

Baker ve Wurgler’e göre, sermaye yapısı, geçmiş dönemdeki piyasa değerleriyle yakından ilişkilidir ve geçmiş dönemlerde piyasa koşullarına uygun olarak yapılan fırsatlardan yararlanma çabalarının toplam bir sonucudur. İşletmelerin optimal bir sermaye

yapısı hedefi yoktur, bu yapı piyasa zamanlaması faaliyetleri sonucunda oluşmaktadır ve uzun yıllar devam etmektedir (Baker ve Wurgler, 2002: 1-2).

Piyasa zamanlaması yaklaşımı, yönetimin mevcut hissedarların çıkarlarını yeni yatırımcıların çıkarlarından daha fazla kolladığını varsaymaktadır. Diğer bir varsayım ise, yönetimin rasyonel beklentiler dengesi ile sınırlandırılmasıdır. Ayrıca yaklaşım, düzeltme maliyetlerinin, piyasa zamanlaması ile verilen kararları geri alma yönündeki isteği azalttığını varsaymaktadır (Baker ve Wurgler, 2002: 4).

2.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Literatür Çalışması

Finans literatüründe en çok tartışmanın ve araştırmanın olduğu konu şüphesiz sermaye yapısıdır. Bu konuyla ilgili olarak yapılan çalışmaların temelinde, işletmenin borçlanma kararlarında etkisi bulunan faktörler, sermaye yapısı ile karlılık ya da finansal performans arasındaki ilişkiler, sermaye yapısı ile sermayeye sahip olma gibi etmenler bulunmaktadır. Bu amaçla yapılan araştırmalarda sermaye yapısının oluşumunu etkileyen faktörler, sermaye yapısı yaklaşımlarıyla birlikte ele alınarak açıklanmaya çalışılmıştır.

2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Dünya’da Yapılan Çalışmalar

Sermaye yapısı ile ilgili olarak yapılan çalışmaların temelini MM’in çalışmaları oluşturmaktadır. MM (1958), yaptıkları çalışmada 43 elektrik işletmesinin 1947-1948 yıllarına ait verilerini kullanarak ortalama sermaye maliyeti, özsermaye maliyeti ve kaldıraç arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu analiz sonucunda etkin piyasa varsayımlarında işletmelerin piyasa değerinin, sermaye yapısından ve sermaye maliyetinden bağımsız olduğu ortaya çıkmıştır. MM, işletmenin piyasa değerini etkileyen ve yatırımlarda önemli bir unsur olan iskonto oranının, işletmenin finansman kaynaklarıyla ilişkili olmadığını sadece işletmenin bulunduğu risk düzeyi ile ilişkili olduğunu ileri sürmektedir.

MM (1963), ilk çalışmalarının ardından yaptıkları çalışmada 63 elektrik işletmesinin 1954-1957 yıllarına ait verilerini kullanmış ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen sermaye yapısı, işletme büyüklüğü ve büyüme oranını da dikkate

almışlardır. Bu çalışmada vergi faktörünü göz önüne alarak borçlanma ile kaynak sağladıklarında borcun vergi avantajından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabilecekleri ileri sürülmüştür. Çalışma sonucunda, vergi faktörünü kullanmanın belli bir borçlanma düzeyine kadar yararlı olacağını ve bu düzeyin üzerine çıkılması durumunda borçlanma maliyetinin özsermaye maliyetinden yüksek olacağını vurgulanmıştır.

Brigham ve Gordon (1968) yaptıkları çalışmada 1958-1962 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin elektrik sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin verilerini dikkate alarak finansal kaldıracın hesaplanmasında işletmelerin defter değerlerini ve piyasa değerlerini kullanmışlardır. Çalışmalarında yatay-kesit regresyon yöntemini uygulayarak finansal kaldıracın tahmini katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışmada sermaye maliyetinin finansal kaldıracın artan fonksiyonu olduğu sonucunu ortaya sürerek geleneksel görüşü desteklemişlerdir (Burca, 2008: 66).

Ferri ve Jones (1979) çalışmalarında işletmelerin finansal yapıları ile sektör, faaliyet kaldıracı, işletme büyüklüğü ve finansal sıkıntı riski arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada ABD'nin imalat sektöründe faaliyet gösteren 233 işletmenin verileri kullanılmıştır. Sektör, faaliyet kaldıracı, işletme büyüklüğü ve finansal sıkıntı riski bağımsız değişken olarak, toplam borç/toplam aktif ise bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Araştırma sonucunda sermaye yapısının sektörlere göre değiştiği, işletme büyüklüğü ile olumlu ve faaliyet kaldıracı ile olumsuz bir görünüm sergilediği bununla beraber finansal sıkıntı riskinin yabancı kaynak oranını etkilemediği gözlenmiştir.

Castanias (1983), ABD'de 1940-1972 döneminde çeşitli yıllara yaygın olarak 36 endüstrideki iflas maliyetleri ile karşılaşan işletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde sermaye yapısı ile işletme değeri ilişkisinin iflas maliyetleriyle olan bağlantısını analiz etmiştir. Araştırmasında nakit akışı / uzun vadeli borçlar ve işletme büyüklüğü gibi değişkenleri temel veri olarak kullanmıştır. Analiz sonucunda işletme başarısızlıkları ile kaldıraç seviyesi arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı işletmelerin sermaye yapısı ile ilgili kararı verirken bu yapının işletme değerini etkilemeyen fakat iflas maliyetlerini etkileyen sonuçlara varılmıştır.

Masulis (1983), 1963-1978 yılları arasında ABD’de işletmelerin sermaye artırımını ile sermaye yapılarındaki değişikliğin ilişkisini incelemiştir. Çalışmanın temelinde sermaye artırımını kararı veren şirketlerin menkul kıymetleri ile ilgili borsaya verdikleri bilgilerle sermaye yapılarına nasıl etki ettikleri analiz edilmiştir. Çalışmada bağımsız olarak kaldıraç oranları, bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatları ve işletme değeri kullanılmıştır. Hisse senedi fiyatları ve işletme değeri ile kaldıraç seviyesi arasında pozitif bir bağlantı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra işletmenin kaldıraç oranlarını bulunduğu sektördeki kaldıraç oranlarına paralel bir noktaya getirmesi durumunda değerinin de artma eğiliminde olabileceği saptanmıştır.

Bradley ve diğerleri (1984), sermaye yapısı ile ilgili yaptıkları çalışmanın amacını optimal sermaye yapısının varlığının test edilmesi olarak belirlemişlerdir. Bu bağlamda hissedarlar ile yöneticilerin davranışları sonucu ortaya çıkan temsilcilik sorunları üzerinde yoğunlaşmıştır. Çalışmalarında temel nokta olarak, işletmelerin buldukları sektörler, borç dışı vergi kalkanı ve işletme değerlerini almışlardır. ABD’de faaliyet gösteren 851 işletmenin 1962-1981 dönemine ilişkin verileri analiz edilmiştir. Araştırmalarının sonucunda kaldıraç düzeyi ile işletmelerin tasfiye değerleri arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Morck (1988) sermaye yapısı ile ilgili çalışmasında sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkisi test etmiştir. Çalışmasında Fortune 500 listesi içinde bulunan 371 işletmenin verileri ile işletme performans göstergesi olarak Tobin Q değerini kullanmıştır. Araştırmada hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ilişki dikkate alınmış, yöneticilerin işletme sermayesindeki payı önce yönetici hissedar durumunda 0’dan % 5’e sonradan ise hissedar olarak % 25’e kadar arttığında Tobin Q değerinin daha da arttığı ortaya çıkmıştır. Bunun yanında, köklü işletmelerin, aile işletmesi olarak kalmayıp yöneticilerin hissedarlığı artmış bir işletmeye dönüşmesi ile performanslarının olumsuz etkileneceği de saptanmıştır.

Titman ve Wessel (1988), optimal sermaye yapısını belirlemek amacıyla çalışma yapmışlardır. Çalışmada ABD’de faaliyet gösteren 469 işletmenin 1974-1982 yıllarına ait verileri kullanılmıştır. Kısa vadeli borçlanma oranı ve uzun vadeli borçlanma oranı bağımlı değişken; büyüme, borç dışı vergi kalkanı, işletme büyüklüğü, sektör, karlılık, finansal

sıkıntı ve gelir değişiklikleri de bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda işletmelerin iflas maliyetleri yüksek düzeyde olacağından dolayı borç kaynak kullanımında yüksek düzeylere çıkılmaması gerekliliği ortaya atılmıştır. Bunun yanında kısa vadeli borçlanma düzeyi ile işletme büyüklüğü arasında istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Borçlanma oranı ile diğer değişkenler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Fama ve French (1998), yapmış oldukları çalışmada, kar payı dağıtımlarında ve yabancı kaynak kullanımlarında vergi faktörünün sermaye maliyeti ile işletme değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu çalışmada ABD’de faaliyet gösteren işletmelerin 1965-1992 dönemine ait verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak piyasa değeri – varlıkların defter değeri; bağımsız değişken olarak da kar payı, faiz, kazanç, yatırım ve araştırma-geliştirme giderleri kullanılmıştır. Vergi faktörünün yabancı kaynak kullanımına etkisinden dolayı işletmelerin piyasa değerlerini ölçmede sınırlamaların bulunduğu savunulmuştur. Diğer yandan, kar payı ödemelerinin beklenen nakit akımına yönelik sinyaller vermesi dolayısıyla kar payı ödemeleri ile işletme değeri arasında olumlu bir ilişki beklentisi bulunmaktadır. Ancak yabancı kaynak kullanımında bulunan vergi faydasının beklenen nakit akımı ile ilgili olumlu bir sinyal vermemesi finansal kaldıraç ile işletme değeri arasında olumsuz bir beklenti olacağı savunulmuştur.

Graham ve Harvey (2001), ABD’de 4440 işletmeye yönelik yüz yüze gerçekleştirdikleri anket çalışmalarında sermaye bütçeleme, sermaye maliyeti ve sermaye yapısı konularına ağırlık vermişlerdir. Çalışmada işletmelerin yabancı kaynak kullanımı esnasında en önemli gördükleri faktörlerin kredi derecelendirme ve finansal esneklik olduğu, hisse senedi arz etmede ise son zamanlarda hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıkları gözlenmiştir. Bu gözlemler sonucunda finansman hiyerarşisi ve dengeleme yaklaşımının varsayımlarının izlendiği tespit edilmiştir.

Baker ve Wurgler (2002), 1968-1998 döneminde hisseleri ilk defa halka arz edilmiş işletmeler üzerinde yapmış oldukları çalışmalarında sermaye yapısı ile hisse senetlerinin ihraç zamanı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Piyasa zamanlaması yaklaşımının varsayımlarına uygun olarak, işletmelerin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlarının hisse senedi ihracı ile sermaye yapısındaki etkisini analiz etmişlerdir. Kaldıraç oranları

bağımlı değişken; piyasa değeri/defter değeri oranı ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kaldıraçtan daha az yararlanan işletmelerin piyasa değerleri yüksek olduğunda daha fazla kaynak oluşturdukları, kaldıraçtan daha fazla yararlanan işletmelerin ise piyasa değerleri düşük olduğunda daha fazla kaynak oluşturdukları bulgusuna varılmıştır. Sonuç olarak, hisse senetlerinin ihraç zamanlamasının sermaye yapısı üzerinde önemli ve uzun vadede süregelen bir etkisi olduğu saptanmıştır.

Chiang ve diğerleri (2002), Hong Kong'da gayrimenkul ve inşaat sektörlerinde faaliyet gösteren 35 işletmenin sermaye yapıları, sermaye maliyetleri ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu amaçla işletmelerin 1993 ile 2000 yılları arasındaki verileri regresyon analizinde kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, inşaat sektöründe, özsermayenin ve borcun yüksek maliyeti nedeniyle yüksek kaldıraç oranlarının olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca inşaat sektörünün çok yüksek iş ve iflas riski taşıdığı tespit edilmiştir.

Frank ve Goyal (2004), ABD'de mali sektörde yer almayan işletmelerin sermaye yapıları ile ilgili bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada sermaye yapılarını belirlemede dengeleme yaklaşımı, piyasa zamanlaması yaklaşımı ve hisse senedi fiyatındaki değişimleri inceleyen Welch'in yaklaşımını analiz etmişlerdir. Bu amaçla işletmelerin 1952-2000 dönemine ait toplam borç oranları, toplam piyasa değerleri ve toplam piyasa değeri defter değeri oranları Compustat veri tabanı yardımı ile kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yüksek borç ve düşük özsermaye seviyesinin yüksek faiz oranları ile ilişkili olduğu gözlenmiştir. Bunun yanında borç ve özsermaye seviyesi ile yüksek piyasa değeri/defter değeri oranının da birbirleriyle olduğu ortaya çıkmıştır. Eğer cari yılda piyasa değeri/defter değeri oranı yüksek ise, gelecek yılda borç seviyesinde azalma gerçekleşmiştir. Yüksek bir piyasa değeri/defter değeri oranının, özsermayedeki değişimleri açıklamada önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Abor (2005), çalışmasında Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 22 işletmenin karlılıkları ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada faiz ve vergi öncesi kar/özsermaye oranı bağımlı değişken; Kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif ve toplam borç/toplam aktif oranları bağımsız değişken; işletme büyüklüğü ile satışlardaki büyüme ise kontrol değişkeni olarak kullanmıştır. Çalışmanın

sonucunda, özsermaye karlılığı ile kısa vadeli borç/toplam aktif oranı arasında önemli bir düzeyde pozitif fakat uzun vadeli borç/toplam aktif oranı arasında ise negatif bir ilişkinin bulunduğu ve buna bağlı olarak getiri oranı ile toplam borç arasında bulunan ilişkinin de negatif görünümde olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, özsermaye karlılığı ile toplam borç/toplam aktif oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki saptamıştır. Diğer bir sonuç ise, karlı işletmelerin finansman seçimlerinde daha çok yabancı kaynaklara bağımlı olduğunu ortaya koymuştur.

Zeitun ve Tian (2007), Ürdün’de yapmış oldukları çalışmada işletmelerin performansları ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. 167 işletmenin 1989-2003 dönemine ait verilerini panel veri testi kullanarak incelemişlerdir. Aktif karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı, Tobin Q, (faiz ve vergi öncesi kar + amortisman)/toplam varlıklar oranı, (hisse değerinin piyasa değeri + kaynakların defter değeri/hisse senedi defter değeri oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Kaldıraç oranları, büyüme olasılığı, işletme büyüklüğü, vergi, sabit varlıklar/toplam varlıklar oranı ve işletme riski değişkenler ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, ilk olarak bir işletmenin sermaye yapısının, hem performansının ölçümünde hem de piyasa değerinde önemli ve negatif bir etkisinin olduğu saptanmıştır. İkinci olarak, kısa vadeli borç/toplam varlık oranının piyasa performansı üzerinde istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir sonuç, yüksek performansın yüksek vergi ödemesi ve işletme büyüklüğü ile ilişkili olduğu da gözlenmiştir. Ayrıca büyük işletmelerde iflas maliyetinin düşük olduğu, işletme büyüklüğü düştükçe iflas maliyetlerinin arttığı ve büyüklüğün işletme performansı üzerinde negatif bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Pöyry ve Maury (2009), yaptıkları çalışmada sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu amaçla Rusya’da faaliyet gösteren 95 işletmenin 2000-2004 dönemine ilişkin verilerinden yararlanmışlardır. Kaldıraç değişkenleri olarak toplam borç/toplam aktif ve toplam borç/(özsermayenin piyasa değeri + borcun defter değeri), karlılık değişkenleri olarak da faiz ve vergi öncesi kar/toplam aktif oranı kullanmışlardır. Kontrolleri hissedarlarda bulunan işletmelerin, iç denetimleri hissedarlar tarafından yapılmayan işletmelere göre önemli miktarda daha fazla borçlanmaya sahip oldukları tespit edilmiştir. Oligarşik yönetimleri olan işletmelerde, daha fazla büyüme

fırsatları daha fazla borç finansmanı ile ilişkilendirilmişken böyle yönetimlere sahip olmayan işletmelerin yabancı kaynak ile büyüme fırsatlarına erişilemeyeceği gözlemlenmiştir. Ayrıca daha karlı işletmeler, iç finansmanı bir tercih olarak gösteren daha az karlı işletmelerden daha az borç kullandıkları saptanmıştır.

Gill ve diğerleri (2011), tarafından yapılan çalışmada Amerikan hizmet ve üretim işletmelerinin karlılıkları üzerinde sermaye yapısı kararlarının etkilerini araştırmışlardır. Bu amaçla New York Borsası'nda işlem gören 272 işletmenin 2005-2007 dönemlerine ait verileri korelasyon ve regresyon analizleri kullanılarak sermaye yapısı değerlerinin karlılık ile ilişkisi tahmin edilmeye çalışılmıştır. Faiz ve vergi öncesi kar/toplam aktif ve özsermaye karlılığı (ROE) bağımlı değişken; kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif, toplam borç/toplam aktif oranları bağımsız değişken ve işletme büyüklüğü, satışlardaki büyüme ve sektör ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, ilk olarak hizmet sektöründe kısa vadeli borç/toplam aktif oranı ve toplam borç/toplam aktif oranı, karlılık oranları ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişkide olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca üretim sektöründe ise, kısa vadeli borç/toplam aktif oranı, uzun vadeli borç/toplam aktif oranı ve toplam borç/toplam aktif oranı ile karlılık oranları arasında da istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Chirsti ve diğerleri (2013), Hindistan otomobil sanayinde yapmış oldukları çalışmada işletmelerin karlılıkları üzerinde sermaye yapısı kararlarının etkisini araştırmışlardır. Çalışmada örneklem seti olarak işletmelerin 2007-2012 dönemi ilişkin yıllık finansal raporları kullanılmıştır. Brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve net kar marjı oranları bağımlı değişken, borç/aktif oranı, borç/özsermaye oranı ve faiz karşılama oranı ise bağımsız değişken olarak analize katılmıştır. Çalışma sonucunda, karlılığı olumsuz şekilde etkileyecek bir borç yüküne ulaşılmasının, karlılık oranları ile borç/özsermaye oranı arasında negatif bir ilişki oluşturacağı tespit edilmiştir. Ayrıca borç/aktif oranı ve faiz karşılama oranı ile karlılık oranları arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Sermaye yapısı oranları arasındaki korelasyon analizinde ise, borç/aktif oranı ile faiz karşılama oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilirken, borç/özsermaye oranının diğer oranlarla negatif bir ilişkisinin olduğu vurgulanmıştır.

Muritala ve Ajibola (2013), çalışmada işletmelerin sermaye yapılarının performanslarına etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla Nijerya'da faaliyet gösteren beş imalat işletmesinin 2002-2012 dönemlerine ait verilerini kullanılmıştır. Çalışmada işletme performansı ölçütü olarak özsermaye karlılığı (ROE) ve yatırım getirisi (ROI) kullanılmıştır. Araştırmada işletme performansı ile işletme sermayesi arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. PLS regresyon analizi sonucuna göre, borçlanma oranı, aktif devir hızı ve işletme büyüklüğü performans ölçütleri ile pozitif ilişkilidir. Bununla beraber işletme aktiflerinin varlığı ile işletme performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı fakat negatif bir ilişki, işletme performans üzerinde ise büyüme değişkeninin negatif bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Danis ve diğerleri (2014), çalışmalarında karlılık değişkenleri ile negatif ilişkisi bulunan kaldıraç oranlarını yeniden değerlendirmeye almışlardır. Bu amaçla Compustat veri tabanında bulunan, nakit kar payı ödemesi yapan ya da hisse senetlerini geri satın alan ve aynı zamanda borç ihracı yoluyla kaldıraç seviyesini yükselten mali sektördeki işletmelerin 1984-2011 dönemine ait verileri örneklem seti olarak kabul edilmiştir. Çalışmanın sonucundaki bulgular, sermaye yapısının denge noktası optimal düzeydeyken dinamik dengeleme yaklaşımı modeliyle birbirini tuttuğunu göstermektedir. Ayrıca işletmelerin, kaldıraç ile karlılık arasındaki ilişkiyi, yatırım planları, piyasa zamanlaması, ödeme politikası ve kaldıraçtaki yeniden düzenleme gibi etmenlerle sürdürmeyecekleri ortaya çıkmıştır.

2.2.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Sermaye yapısı ile ilgili Türkiye’de yapılan çalışmalar şöyledir;

Ölçal (1993), sermaye yapısı ile ilgili yapmış olduğu araştırmada, Türkiye’deki işletmelerin optimal sermaye yapısına hangi düzeyde sahip olduklarını ve sermaye yapılarına etki eden faktörlerin saptanması üzerine çalışmıştır. Örneklem seti olarak hisse senetleri İMKB’ye kote edilmiş üretim işletmelerinin 1988-1991 dönemine ait verilerinden yararlanmıştır. Çalışmada sermaye yapısını açıklayıcı değişkenler olarak, net çalışma sermayesi/toplam aktif, duran varlıklar/toplam aktif, kısa vadeli borçlar/toplam pasif, vergi sonrası kar/net satışlar, vergi sonrası kar/özsermaye, kar payı/vergi sonrası kar, ödenecek

vergi ve yükümlülükler/vergi sonrası kar, yeniden değerlendirme fonu/özsermayeye, (faaliyet karı+finansman giderleri)/toplam aktifler oranlarını kullanmıştır. Çalışma sonuçları işletmelerin uzun vadeli borçlanma kararlarının sadece karlılıktan etkilendiğini göstermektedir. Ayrıca işletmelerin aktif yatırımları ile uzun vadeli borç politikası arasında bir etki bulunmadığı belirlenmiştir. Türkiye’de uzun vadeli kaynak bulma zorlukları işletmeleri daha çok kısa vadeli kaynak kullanmaya yönlendirdiği, bunun sonucu olarak işletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşma gibi bir hedeflerinin olmadığı tespit edilmiştir.

Durukan (1997), Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarına etki eden işletmeye özgü faktörleri belirlemeye yönelik bir çalışma yapmıştır. Bu amaçla birlikte, İMKB’ye kote edilmiş 5 ana imalat sektöründen 68 işletmenin 1990-1995 dönemine ilişkin verilerini yatay kesit analizi ile test etmiştir. Toplam borç/toplam aktif, borç/özsermaye, kısa vadeli borç/toplam aktif, kısa vadeli borç/özsermaye, uzun vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/özsermaye oranları bağımlı değişken; işletme büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, vergi oranı ve büyüme oranı gibi değişkenler ise bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Araştırma sonucunda, sermaye yapısını en iyi açıklayan bağımlı değişkenlerin, toplam borç/toplam aktif ve kısa vadeli borç/toplam aktif oranları olduğunu belirlemiştir. Sermaye yapısını açıklamada en etkin olan bağımsız değişkenlerin ise, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı olduğunu saptamıştır. Ayrıca, işletmelerin sermaye yapısı ile büyüklük, vergi oranı ve büyüme oranı arasında pozitif ilişki, işletme riski, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Dağlı (1998), çalışmasında Türkiye’deki imalatçı işletmelerin sermaye yapısı faktörlerini incelemiştir. Bu kapsamda, İMKB’de işlem gören İşletmelerin 1991-1996 dönemine ait şirket yıllıklarında bulunan verileri kullanmıştır. Sermaye yapısını belirleyen faktörleri açıklamaya yönelik bu çalışmada regresyon analizinden yararlanmıştır. Toplam borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif, kısa vadeli borç/toplam aktif oranları çalışmanın bağımlı değişkenlerini oluştururken, işletme büyüklüğü, işletmenin büyüme hızı, aktif yapısı, ürünün pazarlanabilirlik gücü, karlılık, risk, borç dışı vergi kalkanı, gibi faktörler ise bağımsız değişkenlerini oluşturmuştur. Araştırmanın sonucunda, incelenen işletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde, borç dışı vergi kalkanı, sektörün özelliği,

işletme büyüklüğü ve aktiflerin değerinin büyük etkisi bulunmakta ve ayrıca işletmenin büyüme hızı ile karlılığı ise ikinci derecede etkili olduğu görülmektedir.

Yener (2002), çalışmasında sermaye yapısını etkileyen önemli faktörleri belirlemiş ve Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde test etmiştir. Araştırmada 1992-1999 döneminde İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından açıklanan 500 büyük işletme arasından hisse senetleri İMKB’de işlem gören 70 işletmeyi kullanmıştır. Analizde örneklem seti olarak hem zaman serisi hem de yatay kesit verileri bir arada incelenmiş ve verilerin test edilmesinde çoklu regresyon panel veri yöntemini kullanmıştır. Sermaye yapısını etkileyen değişkenler olarak, enflasyon oranı, ülke ekonomisinin büyüme oranı, vergi uygulamaları, iflas riski, işletme büyüklüğünü kullanmış ve sektör sınıflandırmasını kukla değişken olarak modele dâhil etmiştir. Analiz bulguları, işletmelerin sermaye yapısı kararlarında enflasyon oranı ve borç dışı vergi kalkanının en önemli faktörler olduğunu ve borçluluk oranını negatif yönde etkilediklerini ortaya koymuştur. Borç/özsermaye oranı, büyüme oranı, finansal sıkıntı maliyetleri ile vergi kalkanı gibi etmenlerle negatif ilişki içerisindedir. Bunun yanında borç dışı vergi kalkanı ve işletme büyüklüğü ile borç/özsermaye oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu saptamıştır.

Fıratoglu (2005), çalışmasında, piyasa aksaklıklarının mevcut olduğu bir ortamda Türk işletmelerinin mali yapılarını belirleyen faktörleri araştırmış, ayrıca söz konusu faktörlerin etkilerinde kriz dönemleri itibarıyla meydana gelen değişiklikleri belirlemeye çalışmıştır. Çalışmada örneklem olarak İMKB’de işlem gören 196 tane mali sektörde olmayan işletmenin 1992–2000 döneminde ilişkin finansal verilerini kullanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, işletmelerin yatırımlarının finansmanında iç kaynakları tercih ettiği görülmüştür. İşletmeler toplu olarak incelendiğinde karlılıkla borçlanma oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Diğer bir sonuç ise, 1995-1998 yıllarında yaşanan kriz dönemlerinde finansman yapısı faktörlerinin toplu olarak değişiklik gösterdiği ve kriz dönemlerinde işletmelerin iç kaynaklarla finansmana yöneldikleri sonucu çıkmıştır.

Topal (2006), sermaye yapısı ile ilgili çalışmasında işletmelerin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ile karlılıklarını incelemiştir. Bu amaçla, İMKB’de işlem gören imalat sektörü işletmelerinin 1997-2003 dönemine ait verilerini kullanmıştır. Bu veriler ışığında imalat sektörü işletmelerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin

karlılıklarına olan etkilerini araştırmıştır. Çalışma sonucunda, işletmelerin karlılıkları ile yabancı kaynak kullanımı arasında bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Borçlanmanın oluşturduğu iflas maliyetlerinin işletmeleri özsermaye ile finansmana yönelttiği ortaya çıkmıştır. Ayrıca varlıklarının %75'inden fazlasını yabancı kaynak ile finanse eden işletmeler kaynak karlılığı açısından yetersiz bulunmuştur. Analiz sonucunda, işletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ile brüt kar marjı çok değişmemekle birlikte özsermaye karlılığının düştüğü ortaya çıkmıştır.

Kabakçı (2007), çalışmasında Türkiye'de gıda sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve gıda sektöründe faaliyet gösteren 22 işletmenin 2000-2005 dönemine ilişkin finansal verilerini kullanmıştır. Çalışmada aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), satış karlılığı (ROS) oranları bağımlı değişken; toplam borç/toplam aktif, borç/özsermaye ve kısa vadeli borç/özsermaye, uzun vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/özsermaye oranları ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, özsermaye kârlılığı ile kısa vadeli borç/özsermaye arasında, uzun vadeli borç/özsermaye ile özsermaye kârlılığı arasında, borç/özsermaye ile özsermaye kârlılığı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Ayrıca işletme büyüklüğü ile özsermaye, büyüme oranları ile özsermaye, borç dışı vergi kalkanı ile özsermaye arasında ise pozitif ilişki tespit edilirken vergi oranı ile özsermaye kârlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Albayrak ve Akbulut (2008), yaptıkları çalışmada İMKB'de sanayi ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren 55 işletmenin 2004-2006 dönemine ait verilerini kullanarak karlılık düzeylerini etkileyen en önemli faktörleri araştırmışlardır. Araştırmada 18 finansal göstergenin hangilerinin işletmenin karlılığına etkisi olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda, karlılık düzeyini tanımlamada en önemli göstergeler arasında likidite oranları, sermaye yapısı, işletme büyüklüğü ve stok devir hızı göstergeleri yer almıştır. Ayrıca sekiz karlılık göstergesi için elde edilen regresyon sonuçlarının genel olarak %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak oldukça anlamlı oldukları görülmüştür.

Umutlu (2008), çalışmasında sermaye yapısı yaklaşımlarından piyasa zamanlaması yaklaşımını test etmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranının üzerine çıkan işletmeler için

hisse senedi çıkarmanın karlı olduğuna ve sermaye yapısının uzun vadede piyasa değerine göre şekilleneceğine dikkat çekmiştir. Çalışmada 1998-2004 döneminde gelişmekte olan 11 ülkede ilk halka arz işlemini gerçekleştiren işletmelerin verilerini kullanmıştır. Yapılan analizin sonucunda, piyasa zamanlaması yaklaşımının aksine piyasa değeri defter değeri artan İşletmelerin hisse senedi yerine borçla finansmanı tercih ettiği ve finansman hiyerarşisi yaklaşımına uygun hareket ettiği belirlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde asimetric bilginin ve az gelişmiş finansal piyasaların varlığı nedeniyle borçlanma düzeyinde artış gözlenmektedir. Buna bağlı olarak karlılığı yükselen işletmelerde borç kullanımını düşük seviyelerde bulunmakta ve bu işletmelerin özsermaye ile finansmanı tercih ettiği ortaya çıkmıştır.

Akkaya (2008), Türkiye’de yapmış olduğu çalışmada, işletmelerin sermaye yapısı, varlıkları ve karlılıkları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla birlikte İMKB’de işlem gören deri-tekstil sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 1997-2006 dönemlerine ait verileri regresyon ve en küçük kareler yöntemi tekniklerini kullanarak analiz etmiştir. Araştırmada Tobin Q oranı ve toplam borç/toplam aktif oranı bağımlı değişken; aktif karlılık oranı ise bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Yapılan analiz sonucunda Tobin Q oranı ile beta ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. İşletmenin sistematik risk düzeyinin (betasının) artması işletmenin karlılığının artmasını sağlamakta dolayısıyla yüksek karlılık yüksek piyasa değerini desteklemektedir. Piyasa değerinin yükselmesi Tobin Q oranının yükselmesini sağlamakta ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarını yükseltmektedir. Kaldıraç oranıyla ölçek değişkeni arasında pozitif, büyüme değişkeniyle istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Demir ve Baştürk (2009), yaptıkları çalışmada İMKB’de işlem gören 129 işletmenin 2001-2007 dönemine ait verilerini kullanarak sermaye yapılarındaki farklılıkların karlılıkları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analizde işletmeler, tek ya da gruba dâhil olma ve yabancı sermayeye sahip olup olmama durumları ile dört gruba ayrılmış ve farklılıklar kendi aralarında test edilmiştir. Araştırma sonucunda, tek ve yabancı sermayeye sahip olmayan işletmelerde, sermaye yapısındaki değişim, net kar ve hisse başına kar üzerinde negatif etkiye neden olduğu belirtilmiştir. Fakat yabancı

sermayeli işletmelerin bir gruba dâhil olup olmamasının sermaye yapısındaki değişim ile karlılık arasındaki ilişkide istatistiksel olarak etkili olmadığı saptanmıştır.

Bayrakdaroğlu (2010), çalışmasında sermaye sahiplik yapısı ile işletmenin performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla İMKB’de işlem gören işletmelerin 2005-2009 dönemine ilişkin verilerini analiz etmiştir. Tobin-Q değeri, aktif karlılık oranı ve özsermaye karlılığı oranı bağımlı değişken; Halka açıklık oranı, yabancı sermaye payı/özsermaye oranı ile yönetici sahipliği oranını bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Araştırma sonucunda, halka açıklık oranı ile finansal performans göstergesi olan aktif karlılık oranı ile özsermaye karlılığı arasında pozitif, Tobin-Q değeri arasında negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte sermayedeki yabancı payı arttıkça işletmenin aktif karlılığının azaldığı tespit edilmiştir.

Dinçergök (2010), çalışmasında gelişmekte olan Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya ve Meksika gibi beş ülkenin imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü ve ülkeye özgü faktörleri mukayeseli olarak ortaya koymuştur. Bu amaçla her bir ülkenin menkul kıymetler borsalarında işlem gören işletmelerin 2000-2007 dönemlerine ait verilerini kullanarak sermaye yapılarını etkileyen faktörlerini analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmaların sonuçlarıyla bir kıyaslama yapıldığında, işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörlerden; maddi duran varlık düzeyi, karlılık ve büyüme fırsatları değişkenlerinin etkilerinin gelişmekte olan ülkelerle benzer olduğunu ortaya koymuştur.

Okuyan ve Taşçı (2010), çalışmalarında Türkiye’de faaliyet gösteren sanayi işletmelerinin sermaye yapılarının belirleyici etmenlerini bulmak ve işletmelerin borçlanma davranışlarının açıklanmasında finansman hiyerarşi veya dengeleme yaklaşımlarından hangisinin daha başarılı olduğunu test etmiştir. Çalışmanın örneklem setini, İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından yayınlanan Türkiye’nin 500 Büyük ve İkinci 500 Büyük Sanayi işletmesinin 1993-2007 dönemlerine ait finansal verileri oluşturmuştur. Analizde işletme büyüklüğü, karlılık, brüt katma değer, ihracat oranı, özel sektör payı, yabancı kaynak payı bağımsız değişkenler olarak, toplam borç/toplam aktif oranı ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, Türkiye’de faaliyet gösteren sanayi işletmeleri kaldıraç faktöründen olumlu olarak yararlanmakta,

bunun sonucu olarak borç kullanımı ile işletmelerin oluşturduğu brüt katma değer arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, hem büyüklüğün hem de karlılığın işletmeleri daha az borç kullanmaya yönlendirdiğine ilişkin bulgular elde edilmiştir. Bunun temel nedeni, işletmelerin öncelikli olarak iç fonlarını kullanma eğilimi taşımaları olduğu söylenmiştir. Bu durumda da, Türkiye'deki sanayi işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansman hiyerarşisi kuramının geçerli olduğu öne sürülmüştür. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, işletmelerde sahiplik yapısı ile borçlanma derecesi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), yaptıkları çalışmada sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu amaçla İMKB'de işlem gören turizm işletmelerinin aktif karlılıklarını etkileyen değişkenleri analiz etmişlerdir. Örneklem seti olarak, 8 ayrı işletmenin 2002-2009 dönemine ilişkin verileri test edilmiştir. Bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı, bağımsız değişken olarak ise kaldıraç oranı, aktif büyüklüğü, pazar payı, net işletme sermayesi/toplam aktif oranı, alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızı oranları kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre, kaldıraç oranının aktif karlılığı üzerinde negatif etkisinin, aktif büyüklük, pazar payı, net işletme sermayesi devir hızı ve aktif devir hızının ise aktif karlılığı üzerinde pozitif etkisinin olduğu saptanmıştır. Ayrıca aktif büyüklüğün aktif karlılık üzerinde pozitif etkisi olduğu belirtilirken, alacak devir hızı ile stok devir hızının aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisine ulaşılamamıştır.

İç (2011), çalışmasında İMKB'de işlem gören banka, yatırım ortaklıkları ve sigorta işletmeleri dışındaki işletmelerin 1992-2009 yılları arasındaki verilerini kullanarak sermaye yapısının karlılık üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analizlerde En Küçük Kareler Modeli, Sabit Etki Modeli ve Rassal Etki Modelini kullanmıştır. Analiz sonucunda, karlılıkla kısa vadeli borç arasında pozitif, uzun vadeli borç ile negatif ilişki içinde olduğu gözlenmiştir. Ayrıca toplam borçlarla karlılık arasında da pozitif bir ilişki vardır. Yapılan analizlerde işletmelerin sermaye yapısını oluştururken uzun vadeli yabancı kaynaklardan daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklardan faydalandığı ve kısa vadeli borç kullanımının işletmenin karlılığını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca işletme büyüklüğü ile karlılık arasında negatif ilişki olduğu gözlenmiştir.

Muzir (2011) yapmış olduğu çalışmada Türkiye’de işletme büyüklüğü, sermaye yapısı ve finansal performans arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Ayrıca yetersizlik, statik dengeleme ve finansman hiyerarşisi yaklaşımlarını da karşılaştırmalı olarak analize eklemiştir. Araştırmada İMKB’de işlem gören 114 işletmenin 1994-2003 dönemine ait finansal verilerinden yararlanmıştır. Sermaye yapısını belirlemede, net kar/toplam aktif, net kar/özsermaye ve toplam borç/toplam aktif oranları kullanmıştır. Analizde, iflas riskine dayalı ikili lojistik regresyon analizinden yararlanılmıştır. Araştırma bulgularına göre, statik dengeleme yaklaşımı ve borçlanma ya da ihraç etme yoluyla varlıkların büyümesini gösteren öneriler bulunmuştur. Ayrıca endüstrinin tipi doğrudan ve önemli ölçüde sermaye yapısını ve performansı etkilemektedir.

Yener ve Karakuş (2012), çalışmalarında temel olarak kaldıraç oranlarının işletme değeri üzerinde etkili olup olmadığını, etki olması durumunda bu etkinin yönünü belirlemeyi amaçlamışlardır. Bu amaç doğrultusunda, İMKB-100 endeksinde yer alan 63 işletmenin 2004-2009 dönemine ilişkin verileri kullanılarak panel veri analizi uygulanmıştır. İşletme değerindeki değişimi gösteren hisselerin aylık getirileri çalışmanın bağımlı değişkeni; toplam borç/toplam aktif, kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif oranları da bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz için seçilen işletmeler, aktif büyüklüklerine göre gruplandırılmıştır. Aktif büyüklükler dikkate alınarak, 0-500 milyon, 500-2.000 milyon ve 2.000 milyon üstü olmak üzere üç grup oluşturulmuştur. Çalışma sonucunda, ortalama aktif büyüklüğü 500 milyon TL’nin altında olan işletmelerde toplam borcun pasif içindeki payı ile aylık getiriler arasında istatistiksel olarak istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ortalama aktif büyüklüğü 500 milyon TL ile 2 milyar TL arasında olan işletmeler ile ortalama aktif büyüklüğü 2 milyar TL’nin üstünde işletmelerin verileri ile yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı oranlarının aylık getiriler üzerindeki etkisi istatistiksel olarak açıklanamamıştır. Ayrıca, borç kullanımının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşüreceği dolayısıyla kaldıraç faktörünün etkisiyle işletme değerinin pozitif etkileneceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kısakürek ve Aydın (2013), çalışmalarında Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapıları ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi kriz dönemleri göz önüne alınarak incelemişlerdir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul’da mali sektör dışında

bulunan 104 işletmenin 1992-2011 dönemlerine ilişkin verileri incelenmiştir. Sermaye yapısını temsilen genel ve özel kaldıraç oranları bağımsız değişken; aktif karlılık, satış karlılığı ile özsermaye karlılığı ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda, uygulama kapsamındaki işletmelerin incelenen dönemde kriz yılları da dâhil olmak üzere sermaye yapılarında özsermaye tercih ettiği görülmüştür. Sermaye yapısı ile satış karlılığı, aktif karlılığı oranları arasında doğru orantılı ve özsermaye karlılığı ile arasında da ters orantılı ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarında finansman hiyerarşisi yaklaşımına uygun bulgular elde edilmiştir.

Canki (2014), çalışmasında sermaye yapısı kararları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 27 işletmenin 2005-2012 dönemine ait verilerini kullanmıştır. Analizde aktif karlılık ile özsermaye karlılığı bağımlı değişken, kaldıraç oranları, işletme büyüklüğü, büyüme oranı, likidite, ödenen vergi, borç dışı vergi kalkanı, temettü oranı ise bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda, imalat işletmelerinden oluşturulan veri setinde finansal performans ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi en iyi temsil eden oranlar kısa vadeli borç/toplam aktif, toplam borç/toplam aktif, kısa vadeli borç/özsermaye, borç/özsermaye oranları olduğu belirlenmiştir. İşletmelerin finansal performansını etkileyen en önemli değişkenlerin ise vergi, borç dışı vergi kalkanı ve likidite düzeyi olduğunu saptamıştır. Çalışmadan elde edilen bulgularla, ele alınan işletmelerin sermaye yapısı yaklaşımlarından özellikle finansman hiyerarşisi ve dengeleme yaklaşımlarının sonuçlarıyla paralellik gösterdiği ortaya çıkmıştır.

Özsirkinti (2014), çalışmasında sermaye yapısının işletme performansı üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla Borsa İstanbul'a kayıtlı 139 imalat işletmesini 2009-2013 dönemi için dinamik panel veri analizi yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Çalışmada işletme karlılığı belirleyicileri olan özsermaye karlılığı (ROE) ve aktif karlılığı (ROA) oranları bağımlı değişken olarak kullanılırken, bağımsız değişken olarak sermaye yapısı belirleyicisi olarak kaldıraç oranı, kontrol değişkeni olarak işletme büyüklüğü ve büyüme kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, işletmelerin etkin bir borç yönetimiyle karlılıklarını arttırabilecekleri tespit edilmiştir. Borç düzeyini doğru ayarlayan işletmelerin diğer işletmelere göre daha iyi performans gösterecekleri saptanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARININ KARLILIK DÜZEYLERİNE ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisi incelenmiştir.

3.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye yapısı, finans literatüründe en çok tartışmanın olduğu konuların başında gelmektedir. Dolayısıyla sermaye yapısı kararlarının işletmelerin karlılıkları üzerinde etkisinin olup olmadığını araştıran birçok çalışma bulunmaktadır (Chiang ve Chan, 2002; Abor, 2005; Gill ve diğerleri, 2011; Muritala ve Ajibola,2013; Danis, 2014). Yapılan bu çalışmalarda, yabancı kaynak kullanımındaki artış ile karlılıktaki değişim incelenmiştir. Diğer değişle, kaldıraç faktörünü kullanan işletmelerin karlılıklarındaki artışlar veya azalışlar belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisinin araştırılmasıdır. Bu amaçla Borsa İstanbul’da işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemlerine ait finansal tablo verileri incelenmiştir.

3.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi

Çalışmada, işletmelerin sermaye yapıları ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayi işletmelerinin 2009-2013 dönemlerine ilişkin finansal verileri kullanılmıştır. Veriler, Merkezi Kayıt Kurumu’na bağlı Kamuya Aydınlatma Platformu’nun resmi web sitesinden elde edilmiştir.

Veri setinde 2009-2013 dönemine ait sırasıyla 137, 151, 156, 166 ve 166 işletmenin finansal verileri kullanılmıştır. Yıllara göre işletme sayılarının farklılık göstermesinin sebebi her yıl ilk halka arz işlemleri gerçekleşen işletmelerinin dâhil edilmesidir. Araştırma kapsamında bu işletmelere ait eksik veriler analize dâhil edilmeyecek şekilde beş yılı kapsayan 745 gözlem elde edilmiştir. Araştırmada regresyon yöntemlerinden panel en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Bu analizi gerçekleştirmek amacıyla SPSS 21 istatistik programından yararlanılmıştır.

Analizde panel EKK modeli olarak şu eşitlik kullanılmaktadır (Kalaycı, 2008: 259):

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_n X_n + e$$

Y: Bağımlı değişken

x: Bağımsız değişken

β : Tahmin edilecek parametreler

e: Hata terimi

3.2.1. Değişkenlerin Tanımlanması

Bu çalışmada, kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam aktif, uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam aktif, borç/özsermaye, toplam finansal borç/toplam aktif ve halka açıklık oranı bağımsız değişken; Aktif karlılık, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranları ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

3.2.1.1. Bağımsız Değişkenler

Bu kısımda çalışmanın bağımsız değişkenleri açıklanmakta ve Tablo 2’de gösterilmektedir.

- ❖ **Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Aktif:** Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı, varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yabancı kaynaklarla elde edildiğini ortaya koyar. Diğer bir anlatımla, işletmenin varlıklarını finanse

ederken kullandığı yabancı kaynağın ne kadarlık kısmının bir yıldan az süreli bir finansman kaynağı ile elde edildiğini ortaya koyar.

- ❖ **Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Aktif:** Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı, varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yabancı kaynaklarla elde edildiğini ortaya koyar. Diğer bir anlatımla, işletmenin varlıklarını finanse ederken kullandığı yabancı kaynağın ne kadarlık kısmının bir yıldan daha fazla süreli bir finansman kaynağı ile elde edildiğini ortaya koyar.
- ❖ **Borç/Özsermaye:** Bu oran her 1 TL'lik özsermayeye karşılık işletmenin ne kadar borç kaynak kullandığını ifade eder. Diğer bir anlatımla, işletmenin borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynak ile işletmenin sahiplerinin kattığı kaynak arasındaki ilişkiyi ortaya koyar.
- ❖ **Finansal Borçlar/Toplam Aktif:** Finansal borçların toplam aktiflere oranı, işletmenin aktif yatırımlarının yüzde kaçını sadece banka kredileri gibi finansal kaynaklarla karşıladığını ortaya koyar. Bu çalışmada finansal borçlar, kısa vadeli finansal borçlar ile uzun vadeli finansal borçların toplamını göstermektedir.
- ❖ **Halka Açıklık Oranı:** Bu oran Borsa İstanbul'a kote olan imalat sanayi işletmelerinin hisse senetlerinin işlem gördüğü yüzdeyi ifade eder. Bu çalışmada halka açıklık oranı olarak fiili dolaşım payları ele alınmıştır.

İşletmelerin özsermaye ve yabancı kaynak gibi fon ihtiyaçlarını karşılanmada ve kurumsallaşmalarında önemli bir rol de halka arzlarıdır. Halka arz, işletmelerin kaynak ihtiyaçlarını karşılamada yöneldikleri doğrudan finansman yöntemidir. Halka arzın işletmelere, finansman sağlama, güçlü mali yapı oluşturma, likidite sağlama, kredibilite artışı, kurumsallaşma, değer artışı, bankalar ile pazarlık gücü vb. sağladığı önemli faydalar bulunmaktadır.

Tablo 2: Bağımsız Değişkenler

	DEĞİŞKEN	LİTERATÜR
KVBTA	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Aktif	Durukan (1997), Abor (2005), Kabakçı (2007), Gill ve diğerleri (2011), Yener ve Karakuş (2012)
UVBTA	Uzun Vadeli Borç/ Toplam Aktif	Durukan (1997), Abor (2005), Gill ve diğerleri (2011), Yener ve Karakuş (2013)
BÖ	Borç/ Özsermaye	Durukan (1997), Chiang ve Chan (2002), Kabakçı (2007), Chirsti ve diğerleri (2013)
FBTA	Finansal Borç/ Toplam Aktif	Topal (2006), Kısakürek ve Aydın (2013)
HAO	Halka Açıklık Oranı	Bayrakdaroğlu (2010)

Tablo 2’de çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ve literatür çalışmaları gösterilmiştir.

3.2.1.2. Bağımlı Değişkenler

Bu kısımda çalışmanın bağımlı değişkenleri açıklanmakta ve Tablo 3’te gösterilmektedir.

- ❖ **Aktif Karlılık Oranı:** İşletmelerin varlıkları ile ne kadar kar elde ettiklerini gösteren orandır. Bu çalışmada faaliyet karı/toplam aktif şeklinde kullanılmıştır. Bu kullanım şeklinde aktiflerin nasıl finanse edildiğine bakılmaksızın faaliyetlerinden elde edilen tüm gelirler dikkate alınır. Ekonomik karlılık olarak da adlandırılır.
- ❖ **Özsermaye Karlılığı:** Hissedarlar açısından işletmelerin gerçek performansını ortaya koyar ve aynı zamanda hissedarların yaptıkları yatırımların karlılığını ifade

eder. Hissedarların işletmeye koydukları her 1 TL'lik özsermaye karşılığında ne kadar kar elde ettiklerini gösterir.

- ❖ **Faaliyet Kar Marjı (Faaliyet Karı/Net Satışlar):** Bu oran bir işletmenin esas faaliyetlerinden ne ölçüde kar ettiğini ortaya koyar. Bu oranın yüksek olması ve yükselme eğilimi göstermesi işletme açısından lehte yorumlanabilecek bir göstergedir (Akgüç, 2011: 72).
- ❖ **Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif:** Faiz ve vergi öncesi kara (FVÖK), amortismanların dâhil edilip vergilerin düşülmesiyle hesaplanan nakit akışına faaliyet nakit akışı denir. Faaliyet nakit akışı, işletmelerin temel faaliyetleri sonucunda elde edilen nakit akışının nakit çıkışlarını karşılama gücünü gösterir. Bu çalışmada işletmelerin aktifleri ile oluşturdukları etkinlikleri sonucunda ortaya çıkan faaliyet nakit akışının etkisi incelenmiştir.

Tablo 3: Bağımlı Değişkenler

DEĞİŞKEN		LİTERATÜR
AKO	Faaliyet Karı/Toplam Aktif	Titman ve Wessel (1988), Topal (2006), Zeitun ve Tian (2007), Akkaya (2008), Pöyry ve Maury (2009), Gill ve diğerleri (2011)
ÖSK	Net Kar/Özsermaye	Zeitun ve Tian (2007), Kabakçı (2007), Gill ve diğerleri (2011), Muritala ve Ajibola (2013)
FKM	Faaliyet Karı/Net Satışlar	Titman ve Wessel (1988), Chirsti ve diğerleri (2013)
FNAAK	(Faaliyet Karı + Amortisman – Vergi)/Toplam Aktif	Zeitun ve Tian (2007)

Tablo 3'te çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler ve literatür çalışmaları gösterilmiştir.

3.3. Hipotezler ve Modeller

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisinin incelenmesi amacıyla oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_1 : İşletmelerin sermaye yapıları aktif karlılıklarını etkilemektedir.

Alt Hipotezler:

- İşletmelerin KVBTA oranları aktif karlılık oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin UVBTA oranları aktif karlılık oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin BÖ oranları aktif karlılık oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin FBTA oranları aktif karlılık oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin halka açıklık oranları aktif karlılık oranlarını etkilemektedir.

H_2 : İşletmelerin sermaye yapıları özsermaye karlılıklarını etkilemektedir.

Alt Hipotezler:

- İşletmelerin KVBTA oranları özsermaye karlılığı oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin UVBTA oranları özsermaye karlılığı oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin BÖ oranları özsermaye karlılığı oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin FBTA oranları özsermaye karlılığı oranlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin halka açıklık oranları özsermaye karlılığı oranlarını etkilemektedir.

H_3 : İşletmelerin sermaye yapıları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.

Alt Hipotezler:

- İşletmelerin KVBTA oranları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin UVBTA oranları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin BÖ oranları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.
- İşletmelerin FBTA oranları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.

e) İşletmelerin halka açıklık oranları faaliyet kar marjlarını etkilemektedir.

H₄: İşletmelerin sermaye yapıları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.

Alt Hipotezler:

- a) İşletmelerin KVBTA oranları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.
- b) İşletmelerin UVBTA oranları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.
- c) İşletmelerin BÖ oranları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.
- d) İşletmelerin FBTA oranları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.
- e) İşletmelerin halka açıklık oranları faaliyet nakit akışlarını etkilemektedir.

Bu araştırmada aktif karlılık oranı, özsermaye karlılığı oranı, faaliyet kar marjı oranı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisinin incelenmesi amacıyla oluşturulan modeller aşağıdaki gibidir:

$$\text{MODEL 1: } AKO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (KVBTA)_{i,t} + \beta_2 (UVBTA)_{i,t} + \beta_3 (BÖ)_{i,t} + \beta_4 (FBTA)_{i,t} + \beta_5 (HAO)_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{MODEL 2: } ÖSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (KVBTA)_{i,t} + \beta_2 (UVBTA)_{i,t} + \beta_3 (BÖ)_{i,t} + \beta_4 (FBTA)_{i,t} + \beta_5 (HAO)_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{MODEL 3: } FKM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (KVBTA)_{i,t} + \beta_2 (UVBTA)_{i,t} + \beta_3 (BÖ)_{i,t} + \beta_4 (FBTA)_{i,t} + \beta_5 (HAO)_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{MODEL 4: } FNATA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (KVBTA)_{i,t} + \beta_2 (UVBTA)_{i,t} + \beta_3 (BÖ)_{i,t} + \beta_4 (FBTA)_{i,t} + \beta_5 (HAO)_{i,t} + e_{i,t}$$

Kullanılan Semboller:

AKO: Net karın toplam aktiflere oranı,

ÖSK: Net karın özsermayeye oranı,
FKM: Faaliyet karının net satışlara oranı,
FNATA: Faaliyet nakit akışının toplam aktiflere oranı
KVBTA: Kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı
UVBTA: Uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı
BÖ: Toplam borcun özsermayeye oranı,
FBTA: Finansal borçların toplam aktiflere oranı,
HAO: Halka açıklık oranı
e: Hata terimi
i: Yatay kesit üyeliği
t: Zaman serisi üyeliği

Çalışmada kullanılan modelde bağımlı değişkenler pozitif ve negatif olmak üzere iki ayrı grupta ele alınmıştır. Aktif karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı, faaliyet kar marjı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı 0'ın altında ve üzerinde olmak üzere aynı modelde iki grup halinde incelenmiştir. Modelin bu şekilde kullanılmasının sebebi ise, karlılık oranları pozitif ve negatif olan işletmelerin ayrı ayrı değerlendirilmesidir.

3.4. Bulgular

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisinin araştırıldığı çalışmanın bu bölümünde analiz sonucu ortaya çıkan bulgulara yer verilmiştir.

3.4.1. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 4 ve Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 4: Tüm Döneme İlişkin Genel Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Standart Sapma	Varyans	En Küçük Değer	En Büyük Değer
KVBTA	0,33	0,20	0,04	0,02	1,74
UVBTA	0,12	0,11	0,01	0,00	0,90
BÖ	1,07	2,37	5,63	-29,13	15,83
FBTA	0,21	0,18	0,03	0,00	1,05
HAO	0,29	0,18	0,03	0,01	1,00
ÖSK	0,05	0,28	0,08	-2,82	2,05
FKM	0,06	0,42	0,17	-6,35	8,24
AKO	0,06	0,10	0,01	-0,60	0,87
FNATA	0,10	0,14	0,02	-0,54	2,09

Tablo 5: Yıllara İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	2009		2010		2011		2012		2013	
	Ort.	St. Sap.	Ort.	St. Sap.	Ort.	St. Sap.	Ort.	St. Sap.	Ort.	St. Sap.
KVBTA	0,319	0,204	0,334	0,206	0,340	0,209	0,320	0,193	0,329	0,208
UVBTA	0,114	0,109	0,110	0,104	0,118	0,113	0,115	0,107	0,146	0,130
BÖ	0,937	1,857	0,900	3,004	1,252	2,321	0,988	1,749	1,251	2,535
FBTA	0,264	0,817	0,198	0,180	0,202	0,177	0,197	0,168	0,240	0,200
HAO	0,297	0,213	0,256	0,176	0,277	0,175	0,288	0,178	0,296	0,177
AKO	0,045	0,094	0,058	0,090	0,071	0,089	0,054	0,095	0,058	0,095
ÖSK	0,032	0,262	0,057	0,194	0,050	0,255	0,077	0,204	0,029	0,403
FKM	0,041	0,146	0,070	0,132	0,130	0,673	0,020	0,518	0,044	0,245
FNATA	0,106	0,213	0,104	0,100	0,113	0,102	0,100	0,128	0,103	0,120

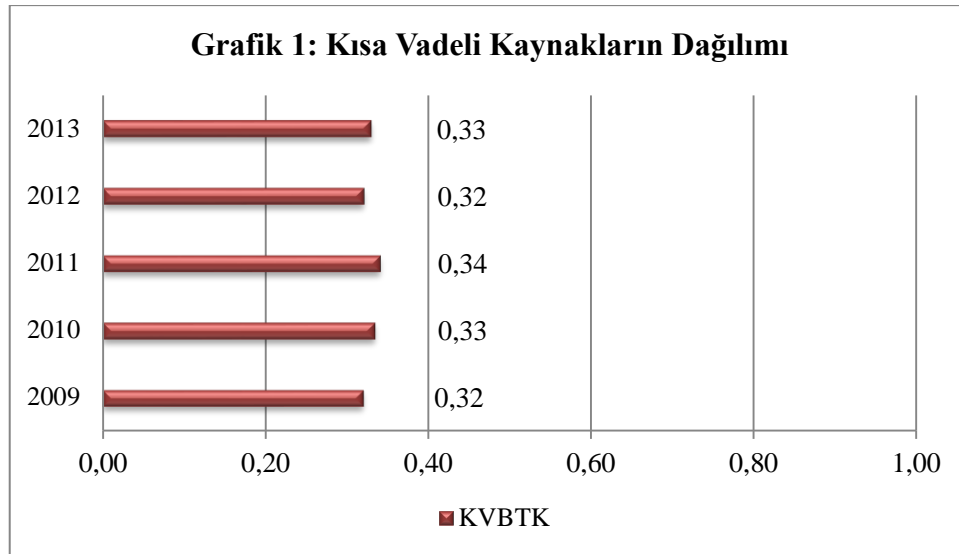
Kullanılan değişkenlerin ortalama ve standart sapmalarına ilişkin dönemsel değişimler Tablo 5’te sunulmuştur.

Tablo 4'e göre işletmelerin 2009-2013 dönemlerine ilişkin verilerine bakıldığında, toplam yabancı kaynak kullanımı % 45 seviyesindedir. Ayrıca bu kaynakların % 21'lik kısmını kısa ve uzun vadeli finansal kaynaklar sağlamaktadır. Bu durum kaynak dağılımında özsermaye kullanımının yabancı kaynağa göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Aynı dönemde işletmeler ortalama olarak % 29'luk halka açılma yüzdesi yakalamışlardır. İşletmelerin karlılık yüzdeleri ise % 5 seviyesindedir.

Çalışmada veri olarak kabul edilen işletmelere ait halka açıklık oranları, kaynak dağılımları ve karlılık dağılımlarına aşağıda değinilmiştir.

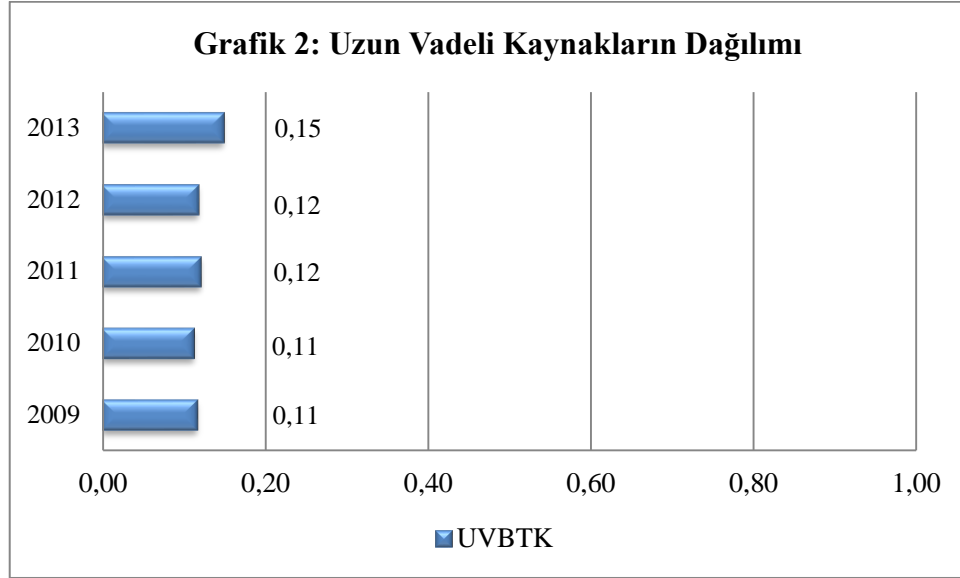
3.4.1.1. İşletmelerin Kaynak Yapısı Dağılımları

İşletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakları ile özsermayelerinin dağılımları Grafik 1, 2 ve 3'te gösterilmiştir.



Grafik 1, işletmelerin 2009-2013 dönemi itibariyle kısa vadeli yabancı kaynakların dağılımını göstermektedir. Kısa vadeli yabancı kaynakların yıllara göre dağılımına bakıldığında, bu oranın en düşük 2009 ve 2012 yıllarında % 32, en yüksek 2011 yılında % 34 olduğu görülmektedir.

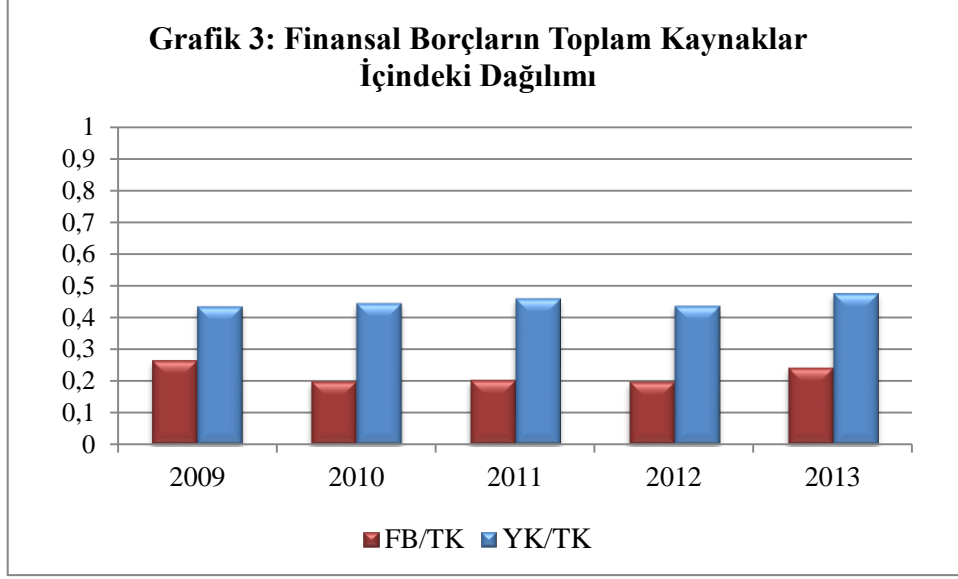
2009-2013 döneminde kısa vadeli kaynak kullanımını göz önüne alındığında en düşük 2011 yılında 0,015 oranıyla CLK Holding A.Ş., en yüksek ise 2013 yılında 1,74 oranıyla Şeker Piliç ve Yem Sanayi işletmeleri olduğu görülmektedir.



Grafik 2, işletmelerin 2009-2013 dönemi itibariyle uzun vadeli yabancı kaynakların dağılımını göstermektedir. Uzun vadeli kaynakların yıllara göre dağılımlarına bakıldığında bu oranın en düşük 2009 ve 2010 yıllarında % 11, en yüksek 2013 yılında % 15 olduğu görülmektedir.

Grafik 1 ve 2’de görüldüğü üzere kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların yıllara göre değişimleri arasında büyük farklılıklar bulunmamaktadır.

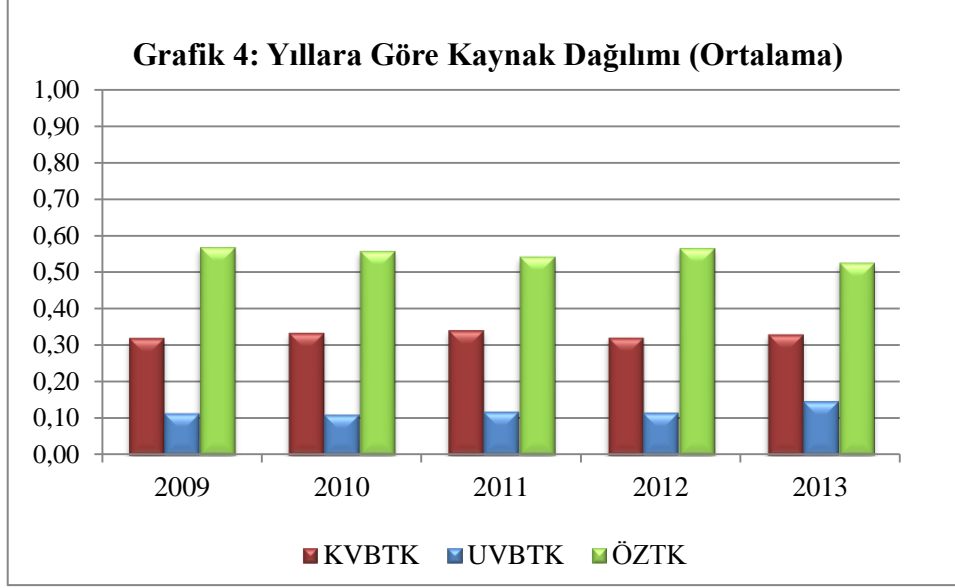
2009-2013 döneminde uzun vadeli kaynak kullanımına bakıldığında, en düşük 2010 yılında 0,0002 oranıyla İhlas Madencilik Sanayi, en yüksek ise 2013 yılında 0,89 oranıyla Makine Tarım Endüstrisi işletmeleri olduğu görülmektedir.



Grafik 3, işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin kısa vadeli ve uzun vadeli finansal yabancı kaynakların kullanımını ve toplam kaynaklar içindeki payını göstermektedir. 2009 yılında toplam yabancı kaynaklar % 43,3 iken, finansal borçlanma düzeyi % 26,38 düzeyindedir. Bunun anlamı 2009 yılında kullanılan 100 TL’lik yabancı kaynağın 26,38 TL’lik kısmını finansal kaynak oluşturmaktadır. Finansal kaynaklar 2010’da % 25’lik azalış göstererek % 20 seviyesine düşmüştür ve 2011 ile 2012 yıllarında bu seviye korunmuştur. 2013’de ise % 22’lik artış göstermiştir.

Grafik 1,2 ve 3 birlikte değerlendirildiğinde 2009-2013 döneminde kullanılan kaynaklar içerisinde en fazla kısa vadeli yabancı kaynakların olduğu görülmektedir. Kısa vadeli kaynakların fazla kullanılmasında en büyük pay ise finansal yabancı kaynaklardır.

İmalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özsermaye dağılımları Grafik 4’te gösterilmiştir.

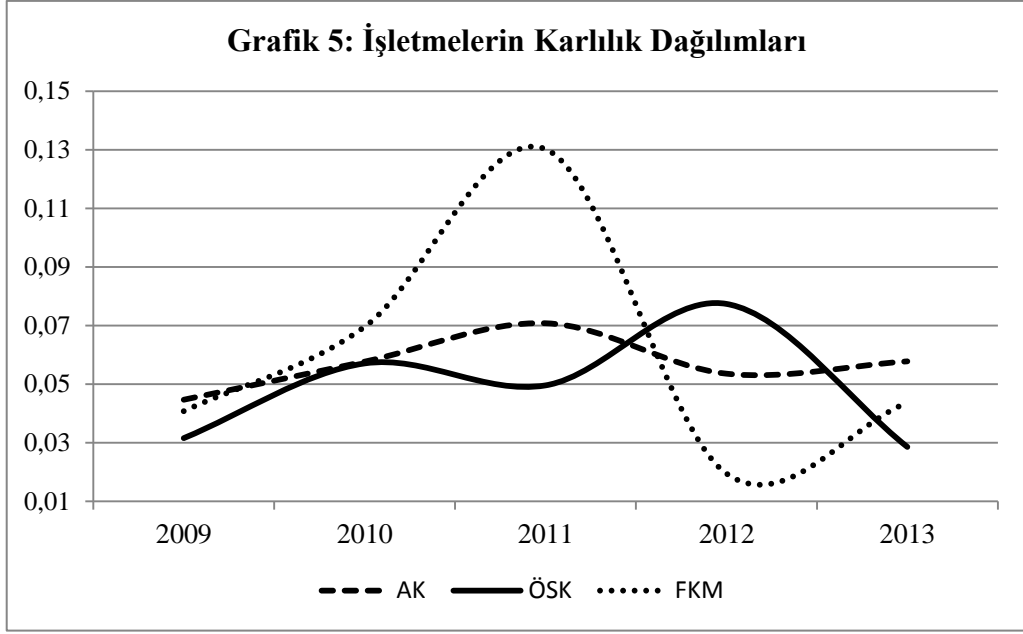


İşletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin ortalama kaynak yapısı dağılımlarına bakıldığında, kısa vadeli yabancı kaynaklar ortalama olarak % 33 düzeyi ile her yıl % 30'un üzerinde seyretmiştir. Yine uzun vadeli yabancı kaynaklar ortalama olarak % 12 düzeyi ile her yıl % 10'un ve özsermaye ise ortalama olarak % 55 düzeyi ile her yıl % 50'nin üzerinde olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte, 2009-2011 yılları arasında kısa ile uzun vadeli yabancı kaynaklarda artış, özsermayede ise azalış; 2012 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklarda azalış, özsermayede artış olurken uzun vadeli yabancı kaynaklarda ise değişim olmamıştır. 2013 yılında ise, yabancı kaynakta artış, özsermayede azalış olduğu görülmektedir.

2009-2013 döneminde özsermaye kullanım oranına bakıldığında en düşük oran 2010 yılında – 0,818 oran ile Akçansa Çimento Sanayiye, en yüksek ise 2013 yılında 0,98 oranı ile Kent Gıda Maddeleri Sanayi işletmesine aittir. Bu veriler birlikte değerlendirildiğinde yabancı kaynak kullanım oranı en düşük ve özsermaye kullanım oranı en yüksek işletmenin Kent Gıda Maddeleri Sanayi olduğu görülmektedir. Bu dönemde yabancı kaynaklardan en az yararlanan işletme ise CLK Holding olmuştur.

3.4.1.2. İşletmelerin Karlılıklarının Dağılımı

Bu kısımda imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemlerine ilişkin karlılık durumları incelenmiştir.



Grafik 5'te işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin aktif karlılıkları, özsermaye karlılıkları ve faaliyet kar marjları gösterilmiştir. Buna göre;

1. Aktif karlılık oranı 2009 yılında % 4'tür. 2010'da % 50'lik artış ile % 6, 2011'de bir önceki yıla göre % 17'lik artış ile % 7, 2012'de bir önceki yıla göre % 29 azalış ile % 5 ve yine 2013'de önceki yıla göre % 20'lik artış ile % 6 seviyelerini göstermiştir.
2. Özsermaye karlılığı 2009 yılında % 3'tür. 2010'da % 100'lük artış ile % 6, 2011'de bir önceki yıla göre % 17'lik azalış ile % 5, yine 2012'de bir önceki yıla göre % 60'luk artış ile % 8 ve 2013'de ise % 63'lük azalış ile % 5 seviyelerini göstermiştir.
3. Faaliyet kar marjı 2009 yılında % 4'tür. 2010'da % 75'lik artış ile % 7, 2011'de önceki yıla göre % 86'lık artış ile % 13, yine 2012'de önceki yıla göre % 85'lik azalış ile % 2 ve 2013'de 2012'ye göre % 100'lük artış ile % 4 olmuştur.

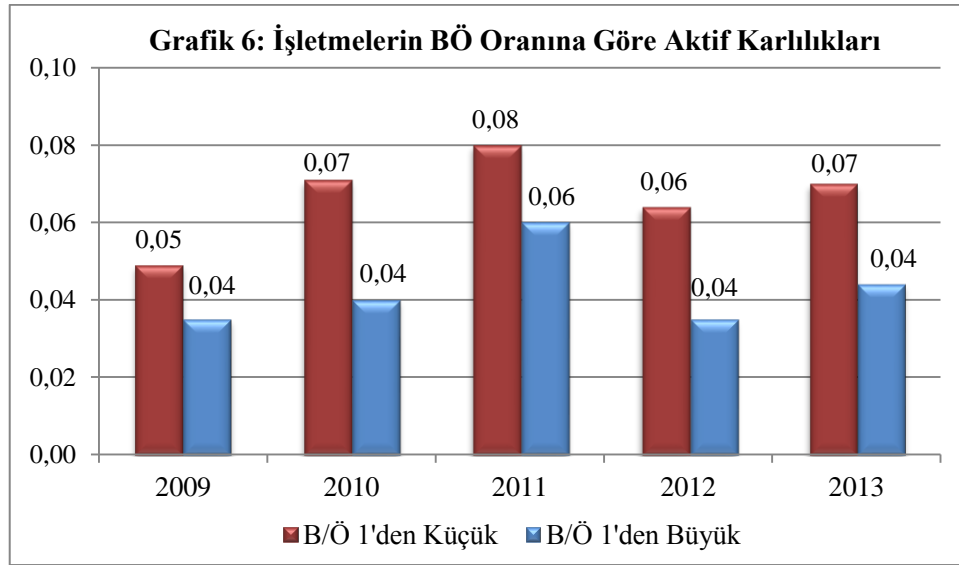
Grafik 5'te görüldüğü üzere 2009-2013 döneminde aktif karlılık oranında aşırı artışlar ve ya azalışlar görülmemektedir. Ancak faaliyet kar marjında aşırı artış ve azalış göze çarpmaktadır. Diğer bir sonuç ise, 2011 yılında aktif karlılık oranı ile faaliyet kar marjında artış olmasına rağmen, özsermaye karlılığında düşüşün, 2012 yılında ise aktif

karlılık oranı ile faaliyet kar marjında azalış olmasına rağmen özsermaye karlılığında artışın olmasıdır. Bu dönemde karlılıkları en düşük ve en yüksek olan işletmeler Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: 2009-2013 Döneminde İşletmeler ve Karlılık Düzeyleri

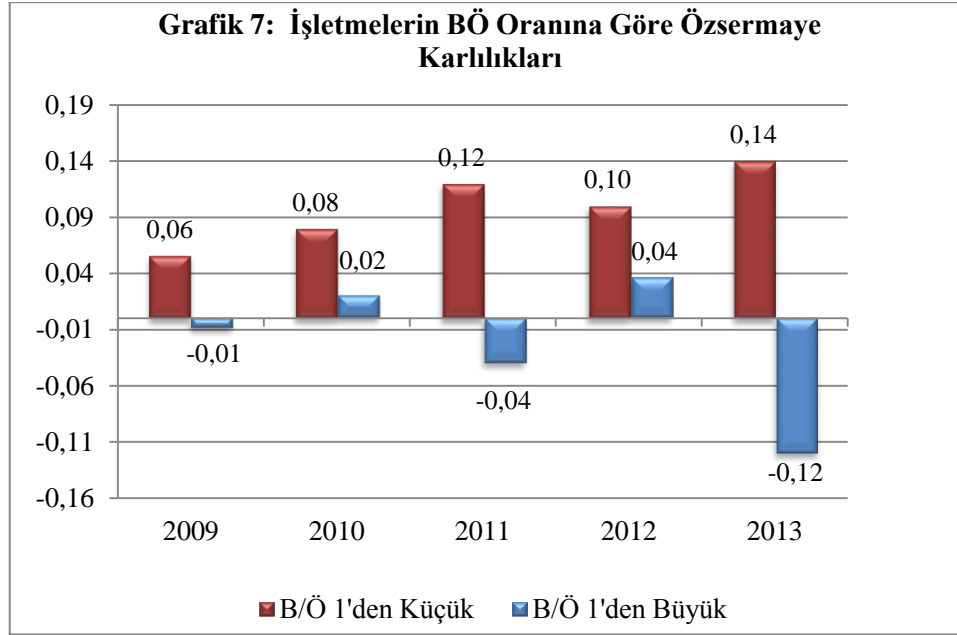
EN DÜŞÜK			EN YÜKSEK		
YIL	İŞLETME	ORAN	YIL	İŞLETME	ORAN
AKO	2013 Şeker Piliç ve Yem San	- 0,60	2009	Koza Altın İşletmeleri	0,55
ÖSK	2013 Eminiş Ambalaj San.	- 2,82	2013	Kerevitaş Gıda Sanayi	2,05
FKM	2012 İhlas Madencilik	- 6,35	2011	Turcas Petrol	8,24

İşletmelerin sermaye yapıları ile karlılıkları arasındaki ilişkinin incelendiğini bu çalışmada kaldıraç faktörünün karlılık üzerindeki etkisini Grafik 6'da gösterilmiştir.



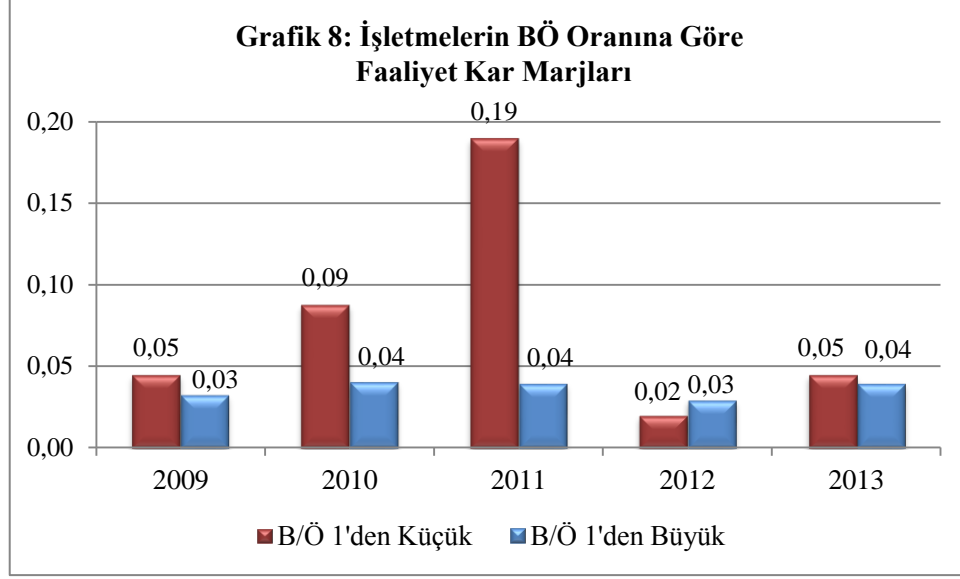
Grafik 6'da borç-özsermaye oranı ile aktif karlılık arasındaki ilişki gösterilmiştir. 2009-2013 döneminde özsermaye kullanımı borç kaynağa göre daha fazla olan işletmelerin karlılıkları, borç kaynak kullanımı özsermaye kullanımı daha fazla olan işletmelere göre daha yüksektir. Bu dönemde aktif karlılıklar 2011 yılında en üst düzeye çıkmıştır.

2009-2013 döneminde borç-özsermaye oranının ortalaması % 1,06'dır. Aynı dönemde özsermaye kullanımı yoğun olan işletmelerin aktif karlılıkları % 5 düzeyinin altına düşmemiştir. Bu dönemde aktif karlılığı en yüksek olan işletmeler BÖ oranı 1'den büyük grup olan grup için 2012 yılında Gübre Fabrikaları A.Ş. (0,29), 1'den küçük olan grup için 2009 yılında Koza Altın İşletmeleri (0,55) işletmeleri olmuştur.



Grafik 7'de borç-özsermaye oranı ile özsermaye karlılık arasındaki ilişki gösterilmiştir. 2009, 2011 ve 2013 yıllarında daha az borçlanıp daha fazla özsermaye kullanan işletmelerin özsermaye karlılıkları pozitif iken, özsermayesinden fazla borçlanan işletmelerin özsermaye karlılıkları negatif durumundadır. 2010 ve 2012 yıllarında ise her iki grubun özsermaye karlılıkları pozitifdir. Bu yıllarda özsermayesine oranla daha az borçlanan işletmelerin özsermaye karlılıkları daha yüksektir.

2009-2013 döneminde en yüksek özsermaye karlılığı 2013 yılında % 14, en düşük % -12 düzeyi ile gerçekleşmiştir. Bu dönemde özsermaye karlılığı en yüksek olan işletmeler, BÖ oranı 1'den büyük olan grup için, 2009 yılında Merko Gıda Sanayi (0,77), 1'den küçük olan grup için 2013 yılında Kerevitaş Gıda Sanayi (2,05) işletmeleridir.



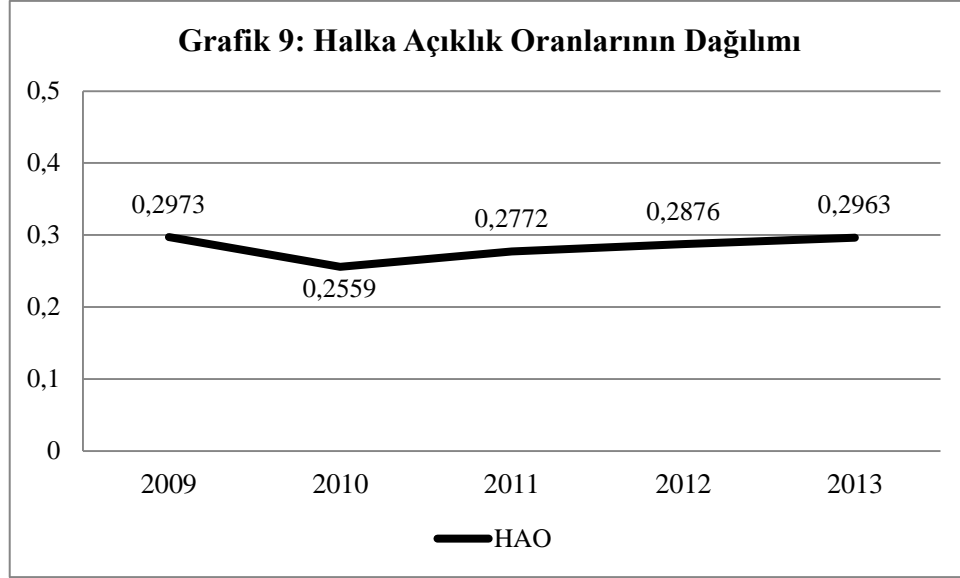
Grafik 8’de borç-özsermaye oranı ile faaliyet kar marjı arasındaki ilişki gösterilmiştir. 2009-2013 döneminde 2012 yılı hariç diğer yıllarda özsermayeye oranla daha az borç kaynak kullanan işletmelerin faaliyet kar marjları daha yüksek iken, 2012 yılında özsermayeye göre daha fazla borçlanan işletmelerin faaliyet kar marjları daha yüksektir. Bu dönemde en yüksek faaliyet kar marjı % 19 oranıyla 2011 yılında, en düşük faaliyet kar marjı ise % 2 oranıyla 2012 yılında gerçekleştirmiştir.

Bu dönemde faaliyet kar marjı en yüksek olan işletmeler, BÖ oranı 1’den büyük olan grup için, 2012 yılında Gübre Fabrikaları A.Ş. (0,28), 1’den küçük olan grup için 2011 yılında Turcas Petrol (8,24) işletmeleridir.

İşletmelerin borç/özsermaye oranları ile karlılık oranları arasındaki ilişkiye bakıldığında genel anlamda, yatırımlarında özsermaye kullanımı yoğun olan işletmelerin, borç kaynağı daha fazla kullanan işletmelere göre daha karlı oldukları görülmektedir.

3.4.1.3. İşletmelerin Halka Açıklık Durumları

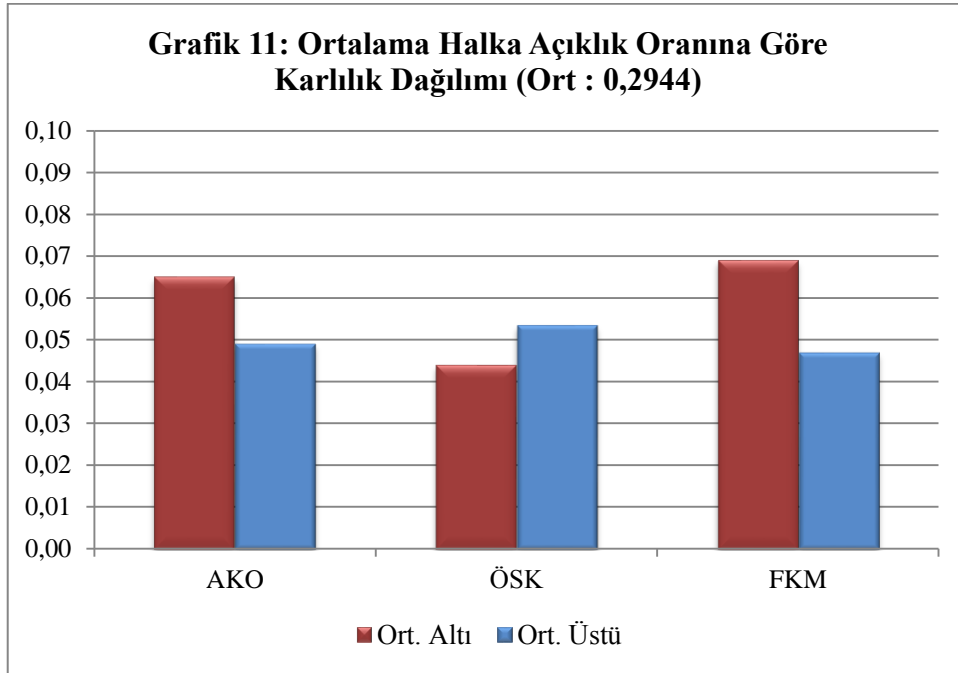
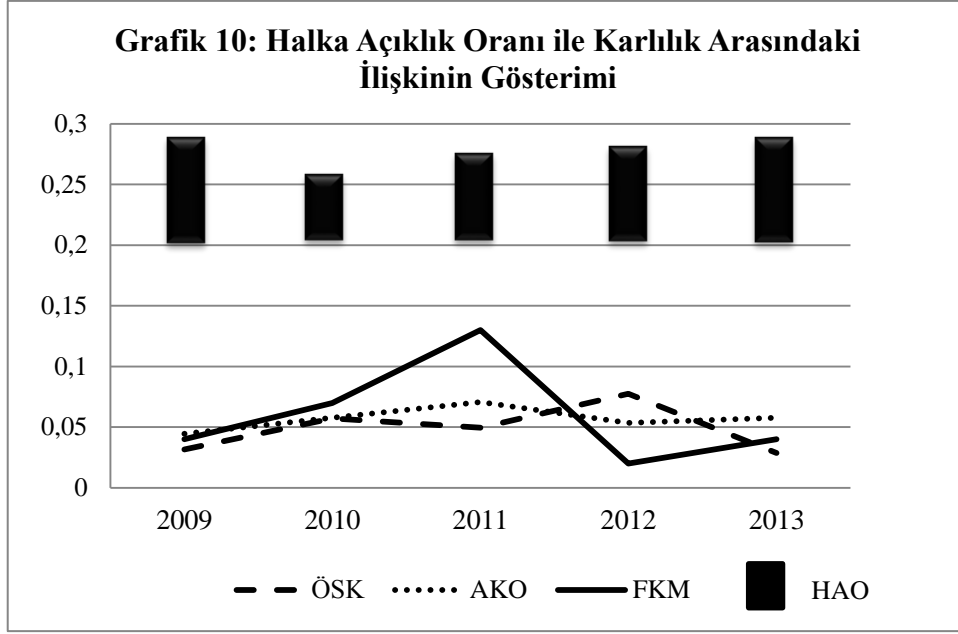
Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 2009-2013 dönemine ilişkin halka açıklık oranları aşağıdaki gibidir:



Grafik 9’da işletmelerin halka açıklık oranlarının yıllara göre dağılımları gösterilmiştir. 2009-2013 döneminde tüm yıllar birlikte değerlendirildiğinde ortalama halka açıklık oranı % 29,44 olarak görülmektedir. 2009 yılında ortalama halka açıklık oranı % 29,73 olarak gerçekleşmiştir. 2010’da % 14’lük azalma ile % 25,59 seviyesine gerilemiştir. 2011 ile 2013 yılları arasında ise sırasıyla % 4 ve % 3’lük artışlar olmuştur.

İşletmelerin halka açıklık durumlarına bakıldığında borsada fiili dolaşım payları en fazla olan işletmeler % 100’lük oranlarıyla birlikte 2009 yılında Arsan Tekstil ve Trakya Cam Sanayi ile 2012 yılında ise Desa Deri Sanayidir. Fiili dolaşım payları en düşük olan işletmeler ise % 5’lik oranlarıyla 2011 yılında İhlas Madencilik ve 2013 yılında Kütahya Porselen Sanayi işletmeleridir.

İşletmelerin halka açıklık durumları ile karlılıkları arasındaki ilişki Grafik 10 ve Grafik 11’de gösterilmiştir.



Grafik 10'da işletmelerin yıllara yaygın halka açıklık oranları ile karlılık oranları ile ilgili ortalama veriler görülmektedir. 2009'da halka açıklık % 29 seviyesindeyken, karlılık oranları % 4 seviyesindedir. 2010 yılında halka açıklık oranı % 14 azalma göstererek % 25,59 olmasına rağmen karlılık oranlarında artışlar gözlenmiştir.

2011 ile 2013 yılları arasında halka açıklık oranı kademeli olarak yükselmiştir. Ancak 2011'de sadece faaliyet kar marjında yükseliş gözlenmiş bunun yanında aktif

karlılık oranı ile özsermaye karlılığı oranı aynı yükselişi gösterememiştir. 2012 yılında ise halka açıklık oranı artmasına rağmen aktif karlılık oranı ile özsermaye karlılığı oranı durağanlık göstermiş, faaliyet kar marjı ise bir önceki yıla göre % 85 azalma göstermiştir. 2013 yılında ise halka açıklık artmış, karlılık oranları ise durağanlık göstermiştir.

Grafik 11’de Borsa İstanbul’da işlem gören işletmelerin 2009-2013 dönemine ait 745 gözlemi tek dönem şeklinde ele alınmıştır. Burada işletmelerin halka açıklık oranları ile karlılık oranlarının genel ortalamaları incelenmiştir. Bu dönemde ortalama halka açıklık oranı % 29,44 olarak gerçekleşmiştir. Bu ortalamanın altında halka açıklığı bulunan işletmelerin aktif karlılıkları ve faaliyet kar marjları, ortalamanın üzerinde bulunan işletmelere göre daha yüksektir. Buna karşın ortalamanın üzerinde bulunan işletmelerin özsermaye karlılıkları diğer işletmelere göre daha yüksektir.

Grafik 10 ve 11 birlikte değerlendirildiğinde, bir işletmenin halka açıklık oranında oluşan değişimlere bağımlı olarak işletmenin aktif karlılığında, özsermaye karlılığında ve faaliyet kar marjındaki artışlar ya da azalışlar ile ilgili kesin bir yargıya varılamamaktadır.

2009-2013 döneminde halka açıklık ortalamasının üzerinde olan işletmeler arasında karlılık oranları en yüksek olan işletmeler şöyledir: Aktif karlılık da Dyo Boya Sanayi (2012-0,87), özsermaye karlılığında Kerevitaş Gıda Sanayi (2013-2,05) ve faaliyet kar marjında ise Koza Altın İşletmeleri (2011-0,65); aynı dönemde halka açıklık ortalamasının altında olan işletmeler arasında karlılık oranları en yüksek olan işletmeler ise: Aktif karlılık da Koza Altın İşletmeleri (2009-0,55), özsermaye karlılığında Makine Tarım Endüstrisi (2013-1,94) ve faaliyet kar marjında Turcas Petrol (2011- 8,24) işletmeleridir.

3.4.2. Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişkinin tespiti için yapılan korelasyon ve panel EKK analizlerinin sonuçları verilmektedir.

2009-2013 döneminde Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisinin incelendiği çalışmanın bu bölümünde değişkenler arasındaki korelasyon analizine yer verilmiştir.

Tablo 7: Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

	KVBTA	UVBTA	BÖ	FBTA	HAO	AKO	ÖSK	FKM	FNATA
KVBTA	1								
UVBTA	0,130*	1							
BÖ	0,253*	0,055	1						
FBTA	0,539*	0,583*	0,194*	1					
HAO	0,055	-0,012	-0,040	-0,003	1				
AKO	-0,222*	-0,100*	0,000	-0,176*	-0,097*	1			
ÖSK	-0,019	-0,133*	-0,434*	-0,160*	-0,020	0,346*	1		
FKM	-0,104*	0,024	-0,920	-0,021	-0,029	0,328*	0,102*	1	
FNATA	-0,184*	-0,105*	-0,028	-0,163*	-0,114*	0,743*	0,285*	0,254*	1

* % 1 düzeyinde anlamlı

Tablo 7’de çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon analizinin sonuçları görülmektedir. Analiz sonucu, en yüksek ilişkinin aktif karlılık oranı ile faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı arasında olduğu görülmektedir. Yine uzun vadeli borç/toplam aktif oranı ile finansal borç/toplam aktif oranı arasında da yüksek bir ilişkinin olduğu gözlenmektedir. Sonuçlardan da görüleceği üzere, değişkenler arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı düzeyde ilişkiler bulunmaktadır.

Bu çalışmanın panel EKK analizine ilişkin sonuçlarına aşağıda değinilmiştir.

3.4.2.1. Aktif Karlılık Oranına Yönelik Sonuçlar

Sermaye yapısı ile aktif karlılık oranı arasındaki ilişkinin analiz edildiği 1. modelin sonucunda ulaşılan bulgular Tablo 8’de sunulmuştur.

Tablo 8: Aktif Karlılığa Göre Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	POZİTİF		NEGATİF	
	St. Beta	t-Değeri	St. Beta	t-Değeri
KVBTA	- 0,018	- 0,331	-0,436*	-5,243
UVBTA	0,019	0,341	0,061	0,785
BÖ	0,011	0,259	0,278*	3,781
FBTA	-0,224*	-3,424	-0,151	-1,576
HAO	0,009	0,227	-0,011	-0,154
İstatistiksel Veriler				
R²	0,05		0,32	
Düzeltilmiş R²	0,04		0,30	
F-İstatistiği	6,26*		13,82*	
D-W İstatistiği	1,11		1,76	
N	595		150	

* % 1 düzeyinde anlamlı

Sermaye yapısının aktif karlılık oranına etkisinin incelendiği Model 1’de 745 gözlem iki ayrı grup olarak ele alınmıştır. Birinci grup, aktif karlılık oranı 0’dan küçük olan, ikinci grup ise aktif karlılık oranı 0’dan büyük olan işletmelerden oluşmaktadır.

Model 1’de, aktif karlılık oranı, 5 bağımsız değişken ile analiz edilmiştir. Düzeltilmiş R² değeri, modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin açıklama gücünü göstermektedir. F istatistiği, değişkenlere ilişkin katsayıların bütün olarak anlamlılık gücünü gösteren değerdir. DW istatistiği ise modelde kullanılan bağımsız değişken sayısı ile gözlem miktarını dikkate alarak otokorelasyon sorununun olup olmadığını gösteren istatistiksel bir ölçüttür.

Aktif karlılıkları pozitif olan işletmelerin oluşturduğu grubun sonuçlarına bakıldığında, modelin bağımsız değişkenlerinin aktif karlılığı açıklama gücü olan R² % 5 seviyesindedir. Bu durum modelde kullanılan sermaye yapısı değişkenlerinin aktif karlılık oranını açıklama gücünün % 5 olduğunu göstermektedir. F değeri 6,26 oranıyla bir bütün

halinde model 1'in istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermiştir. D-W istatistiği 1,11 değeri otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir. Modelde kullanılan sermaye yapısı değişkenlerinden finansal borç/toplam aktif oranı arttıkça işletmelerin aktif karlılıkları azalmaktadır. Diğer değişkenlerin aktif karlılığa etkisi tespit edilememiştir.

Aktif karlılıkları negatif olan işletmelerin oluşturduğu grupta ise R^2 değeri % 32'dir. F değeri 13,82 oranıyla bir bütün halinde model 1'in istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermiştir. D-W istatistiği 1,76 değeri otokorelasyon olmadığını ifade etmektedir. Aktif karlılıkları negatif olan işletmelerin oluşturduğu modelde, bağımlı değişkeni en çok etkileyen değişkenin kısa vadeli borç/toplam aktif ve borç/özsermaye oranları olduğu görülmektedir. Kısa vadeli borçların toplam aktifler içindeki payı arttıkça aktif karlılık oranında azalış olduğu, yabancı kaynağın toplam kaynaklar içindeki payı arttıkça aktif karlılık oranında artış olduğu gözlenmiştir. Benzer şekilde Zeitun ve Tian (2007) çalışmalarında borçlanma oranının piyasa performansına pozitif etkisi olduğu bulmuşlardır. Titman ve Wessel (1988) ise bu sonuçlardan farklı olarak kullandıkları borçlanma oranıyla karlılık değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır.

Model 1'deki bir başka değişkene bakıldığında özsermayeye oranla daha fazla borç kullanan işletmelerin aktif karlılık oranlarının azaldığı görülmüştür. Benzer şekilde Bayrakdaroğlu (2010) çalışmasında borçlanma oranları ile aktif karlılık oranı arasında ters orantılı bir ilişki tespit etmiştir. Bunun yanında aktif karlılık oranının değerlendirildiği model 1'de halka açıklık oranı ile ilişki tespit edilememiştir.

Model 1'de kullanılan FBTA oranı hariç diğer sermaye yapısı değişkenleri ile aktif karlılık oranı arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmadığından dolayı H_1 hipotezi reddedilmiştir. Aktif karlılık oranı ile ilişkili olan FBTA oranı ile ilgili alt hipotez 1d kabul edilmiş, diğer alt hipotezler reddedilmiştir.

3.4.3.2. Özsermaye Karlılığına Yönelik Sonuçlar

Sermaye yapısı ile özsermaye karlılığı oranı arasındaki ilişkinin analiz edildiği 2. modelin sonucunda ulaşılan bulgular Tablo 9'da sunulmuştur.

Tablo 9: Özsermaye Karlılığına Göre Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	POZİTİF		NEGATİF	
	St. Beta	t-Değeri	St. Beta	t-Değeri
KVBTA	0,447**	10,874	-0,177*	-2,410
UVBTA	0,220**	5,403	-0,421**	-5,447
BÖ	-0,519**	-15,649	-0,258**	-4,031
FBTA	-0,124*	-2,523	-0,034	-0,396
HAO	-0,056	-1,700	0,021	0,354
İstatistiksel Veriler				
R²	0,42		0,34	
Düzeltilmiş R²	0,41		0,33	
F-İstatistiği	78,74**		20,60**	
D-W İstatistiği	1,49		1,92	
N	543		202	

** % 1 düzeyinde anlamlı, * % 5 düzeyinde anlamlı

Sermaye yapısının özsermaye karlılığı oranına etkisinin incelendiği Model 2’de 745 gözlem iki ayrı grup olarak ele alınmıştır. Birinci grup, özsermaye karlılığı oranı 0’dan küçük olan, ikinci grup ise özsermaye karlılığı oranı 0’dan büyük olan işletmelerden oluşmaktadır.

Model 2’de özsermaye karlılığı, 5 bağımsız değişken ile analiz edilmiştir. Modelin bağımsız değişkenlerinin özsermaye karlılığını açıklama gücü pozitif grup için % 42, negatif grup için % 34’tür. Bu durum sermaye yapısını açıklayan değişkenler ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Özsermaye karlılığı pozitif olan işletmelerin oluşturduğu modelde F değeri 78,74 oranıyla, özsermaye karlılığı negatif olan işletmelerin oluşturduğu grupta F değeri 20,60 oranıyla bir bütün halinde model 2’in istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermiştir. Modelde pozitif grubun D-W istatistiği 1,49, negatif grubun D-W istatistiği 1,92 oranı ile otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir.

Özsermaye karlılığı pozitif olan işletmelerin oluşturduğu modelde, bağımlı değişken üzerinde en çok etkisi bulunan değişkenler sırasıyla KVBTA, UVBTA, BÖ, FBTA'dır. Kısa ve uzun vadeli borçların toplam aktif içindeki payı arttıkça özsermaye karlılığı da artmaktadır. Benzer şekilde Abor (2005) çalışmasında KVBTA oranı arttığında özsermaye karlılığı oranının arttığını tespit etmiştir. Bu sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde borç kaynak kullanımını artıran işletmelerin özsermaye karlılıklarını artıracak ve finansal performanslarının yükseleceği sonucu ortaya çıkmıştır. Finansal borçların toplam aktifler içindeki payı arttıkça özsermaye karlılığı düşüş göstermektedir. Ayrıca yabancı kaynak kullanımını özsermaye kullanımından daha fazla olduğu durumlarda ve halka açıklık oranı artmaya devam ettiğinde de özsermaye karlılığında düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Kısakürek ve Aydın (2013) ve Topal (2007) çalışmalarında sermaye yapısı değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında ters orantı tespit etmişlerdir.

Özsermaye karlılığı negatif olan işletmelerin oluşturduğu grupta, bağımlı değişken üzerinde en çok etkisi bulunan değişkenler sırasıyla UVBTA, BÖ ve KVBTA oranlarıdır. Uzun vadeli borçların toplam aktifler içerisindeki payının artması özsermaye karlılığını olumsuz etkilemektedir. Benzer şekilde Abor (2005) çalışmasında UVBTA oranı ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir sonuç bulmuştur. Bunun yanında borç/özsermaye oranındaki bir artış özsermaye karlılığını olumsuz etkilemektedir. Ayrıca halka açıklık oranı ile finansal borçlanmanın özsermaye karlılığı üzerinde bir etkisi olmadığı sonucu da ortaya çıkmaktadır.

Model 2'de kullanılan sermaye yapısı değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durum H_2 hipotezini doğrulamaktadır. Halka açıklık oranı ile ilgili istatistiksel olarak ilişki tespit edilemediğinden dolayı alt hipotez 2e reddedilmiştir, diğer alt hipotezler kabul edilmiştir. Sermaye yapısı değişkenleri özsermaye karlılığını etkilemektedir.

3.4.3.3. Faaliyet Kar Marjına Yönelik Sonuçlar

Sermaye yapısı ile faaliyet kar marjı arasındaki ilişkinin analiz edildiği 3. modelin sonucunda ulaşılan bulgular Tablo 10'da sunulmuştur.

Tablo 10: Faaliyet Kar Marjına Göre Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	POZİTİF		NEGATİF	
	St. Beta	t-Değeri	St. Beta	t-Değeri
KVBTA	-0,157*	-2,942	0,038	0,383
UVBTA	0,043	0,765	0,055	0,587
BÖ	0,002	0,039	0,122	1,387
FBTA	-0,016	-0,241	0,012	0,105
HAO	0,016	0,388	0,068	0,812
İstatistiksel Veriler				
R²	0,03		0,03	
Düzeltilmiş R²	0,02		-0,01	
F-İstatistiği	3,20		0,80	
D-W İstatistiği	1,90		1,48	
N	595		150	

* % 1 düzeyinde anlamlı

Model 3'te faaliyet kar marjı bağımlı değişken olarak analiz edilmiştir. Bağımsız değişkenlerin faaliyet kar marjını açıklama gücü hem pozitif hem de negatif durumda olan işletmeler için % 3'tür. Bu değer, sermaye yapısı değişkenleri ile faaliyet kar marjı arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Ayrıca F değeri bir bütün halinde model 3'ün istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olmadığını göstermiştir. Pozitif grubun D-W istatistiği 1,90 oranı ile otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir. Negatif grupta ise 1,48'lik oran sorunun var olduğunu göstermektedir.

Model 3'te R² ve anlamlılık değerlerinin göz ardı edilmesi varsayımı altında, faaliyet kar marjı pozitif durumda olan işletmelerin faaliyetlerini etkileyen tek değişkenin KVBTA olduğu görülmektedir. Chirsti ve diğerleri (2013) yaptıkları çalışmada Borç/Toplam Aktif oranının faaliyet kar marjı üzerinde pozitif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca faaliyet kar marjı ile halka açıklık arasında istatistiksel olarak negatif

ve anlamsız bir ilişki olduğu da ortaya çıkmaktadır. Diğer bir sonuç ise, faaliyet kar marjları negatif durumda olan işletmelerin esas faaliyetlerinden zarar etmesidir.

Model 3'te kullanılan sermaye yapısı değişkenleri ile faaliyet kar marjı arasında istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmadığından dolayı H₃ hipotezi reddedilmiştir. Değişkenler arasında istatistiksel olarak ilişki kuramamasından dolayı alt hipotezler de reddedilmiştir. Bu durumda sermaye yapısı değişkenleri faaliyet kar marjını etkilememektedir.

3.4.3.4. Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranına Yönelik Sonuçlar

Sermaye yapısı ile faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı arasındaki ilişkinin analiz edildiği 4. modelin sonucunda ulaşılan bulgular Tablo 11'de sunulmuştur.

Tablo 11: Faaliyet Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranına Göre Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	POZİTİF		NEGATİF	
	St. Beta	t-Değeri	St. Beta	t-Değeri
KVBTA	-0,057	-1,145	-0,352**	-3,086
UVBTA	-0,042	-0,811	0,149	1,583
BÖ	-0,019	-0,470	0,384**	3,929
FBTA	-0,104	-1,707	-0,276*	-2,105
HAO	-0,066	-1,719	-0,016	-0,172
İstatistiksel Veriler				
R²	0,04		0,39	
Düzeltilmiş R²	0,03		0,36	
F-İstatistiği	4,80**		10,48**	
D-W İstatistiği	1,29		1,85	
N	658		87	

** % 1 düzeyinde anlamlı, * % 5 düzeyinde anlamlı

Model 4'te faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı bağımlı değişken olarak analiz edilmiştir. FNATA oranı pozitif olan işletmelerin bulunduğu grupta, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü % 4'tür. Bu durum değişkenler arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. F değeri bir bütün halinde model 4'ün istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Pozitif grubun D-W istatistiği 1,29 oranı ile otokorelasyon sorununun olduğunu, negatif grubun D-W istatistiği 1,85 oranı ile otokorelasyon sorunun olmadığını göstermektedir.

FNATA oranı negatif olan işletmelerin oluşturduğu grupta, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü % 39 seviyesindedir. Değişkenler arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişki bulunmaktadır. FNATA oranı negatif olan işletmeleri en çok etkileyen değişkenler sırasıyla BÖ, KVBTA ve FBTA oranlarıdır. İşletmelerin özsermayeye oranla daha fazla borç kullanması faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışını azaltmaktadır. Borçlanma politikası benimsemiş işletmeler esas faaliyetleri sonucunda nakit darlığı çekmektedirler.

Model 4'te kullanılan ve pozitif grup için geçerli olan sermaye yapısı değişkenleri ile faaliyet nakit akışı/toplam aktif arasında istatistiksel olarak % 1 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmadığından dolayı H₄ hipotezi reddedilmiştir. Ancak negatif grup için geçerli BÖ, KVBTA ve FBTA oranları faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranını etkilemektedir. Alt hipotezlerden 1a, 1c, 1d kabul edilmiştir, 1b ve 1e reddedilmiştir. Bu durumda pozitif grup için sermaye yapısı değişkenleri faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranını etkilememektedir ancak negatif grup için sermaye yapısı değişkenleri faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranını etkilemektedir ve H₄ hipotezi kabul edilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmelerin kuruluşları ile başlayan yatırım, üretim, pazarlama, kar dağıtımı gibi konularla devam eden ekonomik ömürleri içerisinde almaları gereken bazı önemli kararlar bulunmaktadır. Bu kararlar içerisinde sermaye yapısı kavramı hiç kuşkusuz önemli bir yer tutmaktadır. İşletmelerin yatırımlarını ve varlıklarını düzenli bir planlamada devam ettirmeleri açısından finansman kaynakları ve yönetimi finans yöneticilerinin üstünde durduğu en temel konudur. Bu bakış açısı ile sermaye yapısı kavramı, işletmelerin varlıklarını ve yatırımlarını finanse etmede kullandıkları yabancı kaynak ile özsermaye bileşimi olarak açıklanmaktadır. İşletmeler ihtiyaç duydukları fonlara borçlanmak suretiyle dış kaynaklara veya dağıtılmamış karlar, yedek akçeler ve hisse senedi ihracı gibi iç kaynaklara yönelerek ulaşmaktadırlar.

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını açıklamaya yönelik olarak finans literatüründe birçok çalışma yapılmıştır. Klasik yaklaşımlar olarak bilinen net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve MM yaklaşımları sermaye yapısı konusunda öncü çalışmalar olarak ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımların ardından ortaya konulan ve modern yaklaşımlar olarak adlandırılan finansman hiyerarşisi, dengeleme, temsil yaklaşımı ve sinyal yaklaşımı sermaye yapısı kararları ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi incelemede yaygın olarak kullanılmaktadır.

Sermaye yapısı kararları işletmelerin performanslarını etkileyen en önemli kararlardır. Performans, bir işletmenin vizyon, misyon ve amaçlarının gerçekleştirilmesi için yapılan faaliyetlerin sonucudur. İşletme performansının en önemli göstergesi kar veya nakit akışı kavramıdır. İşletmeler oluşturdukları sermaye yapısı bileşimleri ile faaliyetlerinden kar elde etmeye çalışırlar. Bu açıdan bakıldığında, satış, aktif ve özsermaye karlılığı ile faaliyet nakit akışı gibi faktörler işletmelerin performanslarının göstergesi olarak değerlendirmelerde önemli bir yer tutmaktadır.

Bu açıklamalar ışığında bu çalışmada, işletmelerin yatırımlarının kaynağı olarak belirledikleri sermaye yapısı bileşenleri ile faaliyetleri sonucu oluşan karlılıklarının arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, sermaye yapısı kavramı tanımlanarak özsermaye ve yabancı kaynak olmak üzere sermaye yapısının iki unsuru ayrıntılı olarak açıklanmış ve bölüm sonunda ise sermaye yapısı unsurları karşılaştırılmıştır.

İkinci bölümde sermaye yapısı konusu ile ilgili klasik yaklaşımlar olarak bilinen net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımları ile modern yaklaşımlar olarak bilinen dengeleme, finansman hiyerarşisi ve sinyal yaklaşımları ile ilgili teorik açıklamalar yapılmıştır. Bölümün devamında ise finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili Dünya’da ve Türkiye’de yapılan çalışmalara ayrı ayrı yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde işletmelerin sermaye yapısı kararlarının karlılık düzeylerine etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla Türkiye’de faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayi işletmelerinin 2009-2013 dönemine ilişkin verileri en küçük kareler yöntemi ile analiz edilmiştir. Analizde KVBTA, UVBTA, BÖ, FBTA ve halka açıklık oranlarının aktif karlılık, özsermaye karlılığı, faaliyet kar marjı ve faaliyet nakit akışı/toplam aktif oranı üzerindeki etkisi 4 adet model oluşturularak incelenmiştir.

Çalışmanın sonucunda, model 1’de aktif karlılıkları pozitif olan işletmelerin FBTA oranı dışındaki KVBTA, UVBTA, BÖ, HAO değişkenleri ile arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişki saptanamamıştır. Ayrıca F değeri bir bütün halinde model 1’in istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermiştir. Aktif karlılıkları negatif olan işletmelerin sermaye yapısı değişkenleri ile arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bunun sonucu olarak, kısa vadeli borç kullanımını artıran işletmelerin aktif karlılık oranları artan bir biçimde azalmaktadır. Ayrıca aktif karlılık oranı ile halka açıklık oranı arasında istatistiksel olarak bir ilişki tespit edilememiştir.

Model 2’de sermaye yapısı değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca her iki grup için F değeri bir bütün halinde istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olduğu göstermiştir.

Özsermaye karlılığı pozitif olan işletmelerin oluşturduğu modelde, bağımlı değişken üzerinde en çok etkisi bulunan değişkenler sırasıyla KVBTA, UVBTA, HAO, FBTA ve BÖ’dir. Kısa vadeli ve uzun vadeli borçların toplam aktif içindeki payı arttıkça özsermaye karlılığı da artmaktadır. Bunun yanı sıra finansal borçların toplam aktifler içindeki payı arttıkça özsermaye karlılığı düşüş göstermektedir. Ayrıca borç kaynak kullanımını özsermaye kullanımından daha fazla olduğu durumlarda ve halka açıklık oranı artmaya devam ettiğinde de özsermaye karlılığında düşüş olduğu gözlemlenmiştir.

Özsermaye karlılığı negatif olan işletmelerin oluşturduğu grupta, bağımlı değişken üzerinde en çok etkisi bulunan değişkenler sırasıyla UVBTA, BÖ ve KVBTA oranlarıdır. Uzun vadeli borçların toplam aktifler içerisindeki payı arttıkça özsermaye karlılığındaki negatiflik artmaya devam etmektedir. Ayrıca halka açıklık oranı ile finansal borçlanmanın özsermaye karlılığı üzerinde bir etkisi olmadığı sonucu da ortaya çıkmaktadır.

Model 3’ten elde edilen sonuçlara göre, sermaye yapısı değişkenleri ile faaliyet kar marjı arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Ayrıca F değeri bir bütün olarak modelin istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı olmadığını göstermiştir. Ayrıca faaliyet kar marjı ile halka açıklık arasında negatif ve anlamsız bir ilişki olduğu da ortaya çıkmaktadır.

Model 4, FNATA oranı pozitif olan işletmelerin sermaye yapısı değişkenleri ile arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. F değeri bir bütün olarak modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Ancak FNATA oranı negatif olan işletmelerin sermaye yapısı değişkenleri ile arasında istatistiksel olarak açıklayıcı bir ilişki bulunmaktadır. FNATA oranı negatif olan işletmeleri en çok etkileyen değişkenler sırasıyla BÖ, KVBTA ve FBTA oranlarıdır

Çalışmanın sonucunda, işletmelerin özsermaye karlılığı oranlarını arttırabilmeleri için finansal borç haricinde yabancı kaynak kullanmaları ve aktif karlılık oranlarını arttırabilmeleri için kısa vadeli borç oranlarını azaltmaları önerilebilir.

Çalışmada sermaye yapısı değişkeni olarak kullanılan halka açıklık oranı ile bağımlı değişkenler olarak kullanılan karlılık oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu durum halka açık bir işletmenin halka açıklık oranı arttığında karlılık düzeylerinin artacağı ve azalacağı anlamına gelmemektedir.

Bu çalışmada imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı değişkenleri ile karlılıkları arasında ilişki analiz edilmiştir. Bundan sonraki çalışmalarda, son döneme ilişkin imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı değişkenleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelenmesi araştırma konusu yapılabilir. Ayrıca imalat sektörü ile diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı değişkenleri ile karlılıkları arasında karşılaştırma yapılması önerilir. Ayrıca işletmelerin optimal sermaye yapıları istatistiksel olarak incelenip karlılık düzeyleri ile ilişkileri analiz edilebilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Abor, Joshua (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", **The Journal Of Risk Finance**, 6 (5), 438-445.

Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat (2007), **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 12.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgüç, Öztin (2011), **Finansal Yönetim**, 9.Baskı, İstanbul: Avcıol Basın-Yayın.

Akkaya, Cenk (2008), "Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Kârlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30, 1-13

Akman, Engin (2012), **Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aksoy, Ahmet ve Yalçın, Kürşat (2008), **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 4.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Albayrak, Ali Sait ve Akbulut, Ramazan (2008), "Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 4 (7), 55-83.

Babuşçu, Şenol ve Hazar, Adalet (2008), **SPK İleri Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 2.Baskı, İstanbul: Akademi Consulting & Training.

- Baker H. Kent ve Martin, Gerald S. (2011), **Capital Structure & Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, And Practice**, 2th Edition New Jersey: Wiley Publishing.
- Baker, Malcolm ve Wurgler, Jeffrey (2002), “Market Timing and Capital Structure”, **Journal of Finance**, 57 (1), 1-20.
- Başkaya, Zehra ve Değer, Alper (2003), **Finans Matematiği**, 1.Baskı, İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Bayrakdaroğlu, Ali (2010), “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2 (2), 11-20.
- Berk, Niyazi (1995), **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Bolak, Mehmet (2010), **İşletme Finansı**, 1.Baskı, İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Borsa İstanbul (2014), “Borsa İstanbul 2014 Faaliyet Raporu”, http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yay%C4%B1nlar/2014-borsa-istanbul_faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=8 (30.03.2015).
- Bradley, Michael ve diğerleri (1984), “On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, **The Journal of Finance**, 39 (3), 857-878.
- Brealey, Richard ve diğerleri (2001), **Fundamental of Corporate Finance**, (Çev. Ümit Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), 3.Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brealey, Richard ve diğerleri (2011), **Principles of Corporate Finance**, Tenth Edition, Boston: McGraw-Hill/Irwin Companies Inc.
- Brigham, Eugene ve Gapenski, Louis (1991), **Financial Management: Theory and Practice**, 6th Edition, Chicago: Dryden Press.

Brigham, Eugene ve Ehrhardt, Michael C. (2011), **Financial Management: Theory And Practice**, 13th Edition, Ohio: South-Western Cengage Learning.

Brigham, Eugene ve Gordon, Myron J. (1968), “Leverage, Dividend Policy, and The Cost of Capital”, **The Journal of Finance**, 23 (1), 85-103.

Burca, Nazif (2008), **Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bürker, Semih ve diğerleri (2007), **Finansal Yönetim**, 3.Baskı, Eskişehir: Özkan Matbaacılık.

Büyüktortop, Müge (2007), **Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Canbaş, Serpil ve Doğukanlı, Hatice (2007), **Finansal Pazarlar**, Genişletilmiş 3.Baskı Adana: Beta Basım.

Canki, Aynur (2014), **Finansal Performans Ölçümünde Sermaye Yapısının Etkisinin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Castanias, Richard (1983), “Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure,” **The Journal of Finance**, 38 (5), 1617-1635.

Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2011), **Finansal Yönetim**, 6.Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Ceylan, Ali (2003), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 8.Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi.

Chiang, Yat Hung ve diğerkleri (2002), “Capital Structure and Profitability of The Property and Construction Sectors in Hong Kong”, **Journal of Property Investment and Finance**, 20 (6), 434-453.

Chisti, Ali, Sangmi (2013), “Impact of Capital Structure on Profitability of Listed Companies (Evidence From India)”, **The Usv Annals of Economics and Public Administration**, 13 (17), 183-191.

Dağlı, Hüseyin (1998), “Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler”, **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 12 (1-2), 115-131.

————— (2007), **Finansal Yönetim**, 4.Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.

————— (2009), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 3.Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.

Danis, András ve diğerkleri (2014), “Refinancing, Profitability, and Capital Structure”, **Journal of Financial Economics**, 114 (2014), 424-443.

Durand, David (1952), “The Cost of Debt and Equity Funds For Business: Trends and Problems of Measurement”, **Conference On Research on Business Finance in New York**, 194 (5), 215-261.

Demir, Sezgin ve Baştürk, Feride H. (2009), “İMKB Sınaî Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Sermaye Yapısı ve Karlılık Arasındaki İlişki”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 46 (529), 65.

Dinçergök, Burcu (2010), **Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Durukan, Banu (1997), “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995”, **İMKB Dergisi**, 1 (3), 75- 87.

Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2005), **Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Erdoğan, Muammer (2011), **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Erzurum: Aktif Yayınevi.

Fama, Eugene ve French, Kenneth R. (1998) “Taxes, Financing Decisions, and Firm Value”, **The Journal of Finance**, 53 (3), 819-843.

Ferri, Michael ve Jones, Wesley (1979), “Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach”, **The Journal of Finance**, 34 (3), 631-644.

Fıratoglu, Bahsayiş (2005), “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 1-39.

Frank, Murray Z. ve Goyal, Vidhan K. (2004), “The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment”, **Finance Research Letters**, 1 (1), 47–55.

Geçili, Metin (2014), **İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları ile Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gill, Amarjit ve diğerleri (2011), “The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence From The United States”, **International Journal of Management**, 28 (4), 3-15.

Graham, John R. ve Harvey, Campbell R. (2001), “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field”, **Journal of Financial Economics**, 60 (2), 187-243.

Gücenme, Ümit (1996), **Tek Düzen Muhasebe Planına Göre Ticari İşletmelerde Muhasebe ve Envanter İşlemleri**, 3.Baskı, Bursa: Marmara Kitabevi.

- Güloğlu, Bülent ve Bekçioğlu, Selim (2002), “İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 16, 107-128.
- Gültekin, Sadettin ve Savcı, Mustafa (2008), **Şirketler Muhasebesi**, 2.Baskı, Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Gürsoy, Cudi Tuncer (2007), **Finansal Yönetim İlkeleri**, 1.Baskı, İstanbul: Doğuş Üniversitesi Yayınları.
- Huang, Rongbing ve Ritter, Jay, R. (2005), “Testing the Market Timing Theory of Capital Structure”, **University of Florida Working Paper**, 1-43.
- İç, Süleyman, (2011), “Sermaye Yapısının Karlılık Üzerine Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Araştırma”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 48 (553), 5-14.
- Jensen, Michael ve Meckling, William (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”, **The Journal of Financial Economics**, 3 (4), 305-360.
- Kabakçı, Yurdagül (2007), **Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kalaycı, Şeref (Ed.) (2008), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, 3.Baskı, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Karadağlı, Ertuğrul (2007), **Türkiye’de Dış Ticaret ve Finansmanı**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karadeniz, Erdinç ve İskenderoğlu, Ömer (2011), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi”, **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, 22 (1), 65-75.

Karakoç, Güven (2003), “Finansal Kiralama (Leasing) Şirketlerinin Özellikleri ve 4842 Sayılı Kanun Çerçevesinde Vergisel Boyutları”, **Vergi Raporu Dergisi**, 67, 65-77.

Kaya, Uğur ve Gerekan, Bilal (2011), “Faktöring Şirketi ve Satıcı İşletme Açısından Faktöring İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, 13 (2), 71-101.

Kısakürek, M. Mustafa ve Aydın, Yüksel (2013), “İşletmelerden Sermaye Yapısı ile Karlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BİST’te Bir Uygulama”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 14 (2), 97-121.

Kuğu, Tayfun Deniz (2011), **Değere Dayalı Finansal Performans Ölçütlerinin Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi ve İMKB’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kula, Veysel (2001), “Verginin İşletmelerin Sermaye Yapılarına Etkisi”, **Maliye Dergisi**, 136, 18-35.

Masulis, Ronald W. (1983), “The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates”, **Journal of Finance**, 38 (1), 107-126.

————— (1988), **The Debt/Equity Choice (Financial Management Survey & Synthesis)**, 1th Edition, Cambridge: Balinger Publishing Corporation.

Megginson, William L. (1997), **Corporate Finance Theory**, 1th Edition, New York: Addison-Wesley Educational Publishers Inc.

- Megginsom, William L. ve Smart, Scott B. (2008), **Introduction to Corporate Finance**, Abridged Edition, Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Merkezi Kayıt Kurumu (2014), “Fiili Dolaşım Raporu”, <https://portal.mkk.com.tr/portal/#Actual-Shares-Outstanding-Report> (20.11.2014).
- Modigliani, Franco ve Merton, Miller H. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, **The American Economic Review**, 3, 261-297.
- Modigliani, Franco ve Merton, Miller H. (1963), “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction”, **The American Economic Review**, 53 (3), 433-443.
- Morck, Randall ve diğerleri (1988), “Management Ownership And Market Valuation An Empirical Analysis”, **Journal of Financial Economics**, 20, 293-315.
- Muritala, Taiwo Adewale ve Ajibola, Oguntade Busola (2013), “Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria”, **The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices**, 12 (4), 43-55.
- Muzır, Erol (2011), “Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial Performance Some Evidence from Turkey”, **Journal of Management Research**, 11 (2), 87-98.
- Myers Stewart. C. (1984) “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance**, 39 (3), 575-592.
- Myers, Stewart C. ve Majluf, Nicholas S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, **Journal of Financial Economics**, 13 (2), 187-221.
- Okka, Osman (2009), **Finansal Yönetim**, 3.Baskı, Konya: Nobel Yayın Dağıtım.

Okuyan, H. Aydın ve Taşçı, Mehmet H. (2010), “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”, **Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 4 (1), 105-120.

Ölçal, Yasemin (1993), **Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Üretim İşletmelerinin, Uzun Süreli Finansal Borçlanma Kararını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özsırkıntı, Gizem (2014), **Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Pike, Richard ve Neale Bill (2003), **Corporate Finance and Investment Decision Strategies**, 4th Edition, Harlow: Prentice Hall.

Pöry, Salla ve Maury, Benjamin (2009), “Influential Ownership and Capital Structure”, **Managerial And Decision Economics**, 31, 311-324.

Quiry, Pascal ve diğerleri (2011), **Corporate Finance: Theory and Practice**, 3th Edition, The USA: John Wiley & Sons.

Ross, Stephan A. (1977), “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach”, **The Bell Journal of Economics**, 8 (1), 23-40.

Sayman, Yahya (2012), **Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sevilengül, Orhan (2011), **Genel Muhasebe**, 16.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Shapiro, C. Alan (1998), **Multinational Financial Management**, 1th Edition, California: Press University of Sourther

T.C. Maliye Bakanlığı (2014), “Yıllık Ekonomik Rapor”, <http://www.maliye.gov.tr/Documents/Yıllık%20Ekonomik%20Rapor%202014> (30.03.2015).

Tenker, Nejat (1997), **Finansal Muhasebe**, 1.Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Terim, Burak (2009), **Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tevfik, Arman T. (2012), **Yatırım Projeleri**, 1.Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Titman, Sheridan ve diğerleri (2014), **Financial Management: Principles and Application**, 12th Edition, Harlow: Pearson New Internatioanl Edition.

Titman, Sheridan ve Wessels, Roberto (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, **Journal of Finance: American Finance Association**, 43 (1), 1-19.

Topal, Yusuf (2006), “İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 27, 45-70.

Tükenmez, Mine ve diğerleri (1999), **Finansal Yönetim**, 1.Baskı, İzmir: Vizyon Yayınları.

Türko, Metin (1994), **Finansal Yönetim**, 1.Baskı, Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları.

————— (2002), **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.

Umutlu, Gökür (2008), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı ve Piyasa Zamanlaması İlişkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Üreten, Aykan ve Ercan, Metin K. (2000), **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.

Van Horne, James (2001), **Financial Management and Policy**, 12th Edition, New Jersey: Prentice Hall.

Van Horne, James ve Wachowicz, John (2008), **Fundamentals of Financial Management**, 13th Edition, Harlow: Pearson Education Limited.

Vergi Usul Kanunu (1961), **T.C. Resmi Gazete**, 10703, 4 Ocak 1961.

Yakar, Rafet (2011), **Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Çalışma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Yener, Erol ve Karakuş, Rıfat (2012), “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** 14 (2), 75-98.

Zeitun, Rami ve Tian, Gang G. (2007), “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, 1 (4), 40-60.

ÖZGEÇMİŞ

Süleyman Anıl Melek 1989'da Trabzon'da doğdu. 2006 yılında Trabzon Yunus Emre Lisesi'nden, 2012 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden mezun oldu. 2012 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı Finans Tezli Yüksek Lisans Programı'na yerleşti. 2013 yılında Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik sınavını kazandı. İngilizce bilmektedir.