



**T.C.  
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ  
İLİŞKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM  
ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALARIN PANEL  
VERİ ANALİZİ**

**Müge Mürşide MERCİMEK**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**KAHRAMANMARAŞ  
MAYIS - 2020**



**T.C.  
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ  
İLİŞKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM  
ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALARIN PANEL  
VERİ ANALİZİ**

**DANIŞMAN: Dr. Öğr. Üyesi Serkan ŞAHİN**

**JÜRİ : Prof. Dr. İlhan EGE**

**JÜRİ : Prof. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK**

**Müge Mürşide MERCİMEK**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**KAHRAMANMARAŞ  
MAYIS-2020**

**KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ:**  
**BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NDEKİ**  
**FİRMALARIN PANEL VERİ ANALİZİ**

**Müge Mürşide MERCİMEK**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Kod No :**

**Bu Tez ...../...../2020 Tarihinde Aşağıdaki Jüri Üyeleri Tarafından**  
**Oy Birliği / Oy Çokluğu ile Kabul Edilmiştir.**

**Dr. Öğr. Üyesi Serkan ŞAHİN**  
**BAŞKAN**

**Prof. Dr. İlhan EGE**  
**ÜYE**

**Prof. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK**  
**ÜYE**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

**Prof. Dr. Burcu ERŞAHAN**  
**Enstitü Müdürü**

Bu çalışma Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri (BAP) tarafından desteklenmiştir.

Proje No: 2019/3-12YLS

Not: Bu tez ve projede kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

**KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**ÖZET**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ**  
**İLİŞKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM**  
**ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALARIN PANEL VERİ**  
**ANALİZİ**

**Müge Mürşide MERCİMEK**

**Danışman** : Dr. Öğr. Üyesi Serkan ŞAHİN  
**Yıl** : 2020 , Sayfa: 85+XIII  
**Jüri** : Dr. Öğr. Üyesi Serkan ŞAHİN (Başkan)  
: Prof. Dr. İlhan EGE (Üye)  
: Prof. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK (Üye)

Sermaye yapısı firmanın finansal yükümlülüklerinin bir karışımını ifade etmektedir. Bir firmanın çeşitli hissedarlarının taleplerini yerine getirme kabiliyetiyle bağlantılı olduğundan, geçmişten günümüze önemli bir konu olmuştur. Sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki, literatür boyunca önemli tartışmalara konu olmuştur. Çalışmada, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmalar için sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki kurulmuştur.

Bu çalışmanın amacı, araştırma için seçilen firmaların sermaye yapılarının firma değerine bir etkisi olup olmadığını belirlemektir. Bu soru daha önce de araştırmalara konu olmuştur, başka alanlarda araştırılmış ve farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Çalışmada, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmek için ikincil veriler kullanılmıştır. İkincil veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu tarafından yayınlanan finansal tablolardan elde edilmiştir. Bu veriler BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki 26 firmanın 2012-2017 tarihlerini kapsamaktadır. Sermaye yapısının firma değeri üzerine etkisinin araştırıldığı bir model kurularak hipotezler oluşturulmuştur.

Bu modele göre, bağımlı değişken piyasa değeri/ defter değeri iken, bağımsız değişkenler kaldıraç oranı, kısa vadeli yabancı kaynak oranı, uzun vadeli yabancı kaynak oranı ve toplam borç oranıdır. Çalışmanın uygulama kısmında ise, ilk olarak birim ve zaman etkilerine bakılmış, kurulan modelde birim etkilerin varlığına rastlanması sonucunda sabit etkiler modeli kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Değişen varyans, yatay kesit bağımlılık ve otokorelasyon

**varsayımları dirençli tahminçiler kullanılarak ortadan kaldırılmış ve sermaye yapısının firma değerini arttırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.**

**Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Firma Değeri, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, Panel Veri Analizi.**



DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION  
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES  
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM UNIVERSITY

ABSTRACT

MA THESIS

THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL  
STRUCTURE AND FIRM VALUE: PANEL DATA  
ANALYSIS OF COMPANIES IN BIST CORPORATE  
GOVERNANCE INDEX

Müge Mürşide MERCİMEK

Supervisor : Assist. Prof. Serkan ŞAHİN

Year : 2020 , Pages: 85+XIII

Jury : Assist. Prof. Serkan ŞAHİN (Chairperson)  
: Prof. Dr. İlhan EGE (Member)  
: Prof. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK (Member)

The capital structure represents a mix of the company's financial liabilities. Since it is linked to the ability of a firm to fulfill the demands of its various shareholders, it has been an important issue from past to present. The relationship between capital structure and firm value has been the subject of important discussions throughout the literature. In the study, a relationship was established between the capital structure and the firm value for companies in the BIST Corporate Governance Index.

The purpose of this study is to determine whether the capital structures of the companies selected for research have an impact on the firm value. This question has been the subject of research before, it has been researched in other fields and different results have been reached.

In the study, secondary data were used to analyze the relationship between capital structure and firm value. Secondary data are obtained from the financial statements published by the Public Disclosure Platform. These data include the dates of 2012-2017 for 26 companies in the BIST Corporate Governance Index. Hypotheses were created by establishing a model in which the effect of capital structure on firm value was investigated.

According to this model, while the dependent variable is the market value / book value, the independent variables are leverage ratio, short-term foreign source ratio, long-term foreign source ratio and total debt ratios. In the application part of the study, firstly, the unit and time effects were examined, and as a result of the presence of unit effects in the established model, analyzes were carried out using the fixed effects model. Changing variance, horizontal cross-sectional dependence and autocorrelation assumptions have been eliminated by using resistant

**estimators and findings have been reached that the capital structure increases firm value.**

**Keywords: Capital Structure, Firm Value, BIST Corporate Governance Index, Panel Data Analysis.**



## ÖN SÖZ

Bu çalışmada bilgilerini ve deneyimlerini benden esirgemeyen tez danışmanın Dr. Öğr. Üyesi Serkan ŞAHİN hocama teşekkür ve minnetlerimi sunarım. Ayrıca çalışma süresi boyunca varlığını ve desteğini sonsuz sabırla sürekli hissettiren sevgili eşim Recep MERCİMEK'e yardımlarından dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

**Müge Mürşide MERCİMEK**  
**2020**





## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	I
ABSTRACT.....	III
ÖN SÖZ .....	V
KISALTMALAR LİSTESİ .....	X
TABLolar LİSTESİ.....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	XII
EKLER LİSTESİ .....	XIII
1. GİRİŞ .....	1
2. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR .....	3
2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Önceki Çalışmalar .....	3
2.2. Firma Değeri İle İlgili Önceki Çalışmalar .....	5
2.3. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İle İlgili Önceki Çalışmalar .....	6
3. SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI, SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KAYNAKLAR .....	8
3.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Kavramlar .....	8
3.1.1. Optimal Sermaye Yapısı.....	9
3.1.2. Sermaye Maliyeti.....	9
3.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti .....	9
3.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....	9
3.2.1. Makroekonomik Faktörler .....	10
3.2.1.1. Gayrisafi Yurtiçi Hâsılanın Büyüme Oranı .....	10
3.2.1.2. Enflasyon Oranı .....	10
3.2.1.3. Vergi Oranı .....	10
3.2.1.4. Faiz Oranı .....	10
3.2.2. Endüstrinin Özellikleri .....	11
3.2.2.1. Mevsimsellik Hareketlerden Etkilenme.....	11
3.2.2.2. Dönemsel Hareketlerden Etkilenme .....	11
3.2.2.3. Endüstrideki Rekabet.....	11
3.2.3. Firmanın Özellikleri .....	12
3.2.3.1. Firmanın Büyüklüğü .....	12
3.2.3.2. Likidite .....	12
3.2.3.3. Firma Riski .....	12
3.2.3.4. Varlıkların Yapısı .....	12
3.2.3.5. Büyüme Fırsatları .....	12
3.2.3.6. Tek Tip Ürün .....	13
3.2.3.7. Vergi Kalkanı.....	13
3.2.3.8. Kârlılık .....	13
3.2.3.9. Borç Dışı Vergi Kalkanı .....	13
3.2.3.10. Kredi Verenlerin İşletmeye Karşı Davranışları .....	13
3.2.3.11. Borçlanma Maliyeti .....	14
3.2.3.12. Denetim, Yönetici ve Ortakların Riske Karşı Davranışları .....	14
3.2.3.13. Satışların Büyüme Hızı.....	14
3.2.3.14. Satışların Düzenliliği .....	14
3.3. Kaynak Seçiminde Göz Ardı Edilmemesi Gereken Faktörler .....	14
3.3.1. Uygunluk .....	14

3.3.2. Esneklik .....	15
3.3.3. Maliyet.....	15
3.3.4. Kaldıraç Faktörü .....	16
3.3.5. Kontrol.....	16
3.3.6. Zamanlama .....	16
3.4. Sermaye Yapısını Oluşturan Kaynaklar.....	16
3.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar .....	16
3.4.1.1. Mali Borçlar Hesabı.....	17
3.4.1.2. Ticari Borçlar Hesabı.....	18
3.4.1.3. Diğer Borçlar Hesabı .....	19
3.4.1.4. Alınan Avanslar Hesabı .....	20
3.4.1.5. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler Hesabı.....	20
3.4.1.6. Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı .....	21
3.4.1.7. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları Hesabı.....	22
3.4.1.8. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Hesabı .....	23
3.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar.....	24
3.4.2.1. Mali Borçlar Hesabı.....	24
3.4.2.3. Diğer Borçlar Hesabı .....	26
3.4.2.4. Alınan Avanslar Hesabı .....	27
3.4.2.5. Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı .....	28
3.4.2.6. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları Hesabı .....	28
3.4.2.7. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar .....	28
3.4.3. Özkaynaklar.....	29
3.4.3.1. Ödenmiş Sermaye .....	30
3.4.3.2. Sermaye Yedekleri.....	31
3.4.3.3. Kâr Yedekleri.....	31
3.4.3.4. Geçmiş Yıllar Kârları.....	32
3.4.3.5. Geçmiş Yıllar Zararları (-).....	32
3.4.3.6. Net Dönem Kârı (Zararı) .....	33
4. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	34
4.1. Sermaye Yapısına İlişkin Geleneksel Yaklaşımlar .....	34
4.1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	34
4.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	36
4.1.3. Geleneksel Yaklaşım .....	38
4.1.4. Modigliani- Miller (MM)Yaklaşımı (İlgisizlik Yaklaşımı) .....	39
4.2. Sermaye Yapısına İlişkin Modern Yaklaşımlar .....	43
4.2.1. Dengeleme(Ödünleşme) Yaklaşımı (Trade-off Theory) .....	43
4.2.2. Finansal Hiyerarşi Yaklaşımı (The Pecking-Order Theory) .....	44
4.2.3. Vekâlet (Temsil) Yaklaşımı (Agent Theory) .....	45
4.2.4. Bilgi Asimetrisi (Çarpıklığı) Yaklaşımı (Information Asimetry Theory) .....	46
4.2.5. Vergi Faktörü Yaklaşımı .....	46
4.2.6. Finansal Sıkıntı Maliyeti Teorisi (Financial Distress Costs Theory) .....	47
5. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI VE FİRMA DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ .....	48
5.1. Firma Değeri Kavramı .....	48
5.2. Değerleme İle İlgili Başlıca Kavramlar .....	49
5.2.1. Nominal Değer .....	49
5.2.2. Defter Değeri .....	49
5.2.3. Alternatif Gelir Değeri .....	50

5.2.4. Tasfiye Değeri .....	50
5.2.5. Piyasa Değeri.....	50
5.2.6. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	50
5.2.7. Gerçek Değer .....	50
5.2.8. Şerefiye Değeri.....	51
5.2.9. Hurda Değeri .....	51
5.2.10. Makul Piyasa Değeri .....	51
5.2.11. Borç Değeri .....	51
5.2.12. Artık Değer .....	51
5.2.13. Parçalı Değer .....	52
5.3. Firma Değerlemede Kullanılan Yöntemler .....	52
5.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi .....	52
5.3.2. Net Aktif Değeri Yöntemi .....	53
5.3.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi .....	53
5.3.4. Emsal Değeri Yöntemi .....	53
5.3.5. Temettü Verimi Yöntemi .....	54
5.3.6. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi.....	54
5.3.7. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi.....	54
5.3.8. Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi.....	54
5.3.9. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM) .....	54
6. SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALARIN PANEL VERİ ANALİZİ.....	56
6.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi .....	56
6.2. Araştırmada Kullanılan Veriler.....	56
6.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler.....	57
6.4. Araştırmanın Hipotezleri ve Modelleri .....	59
6.4.1. Araştırmanın Hipotezleri .....	59
6.4.2. Araştırmanın Modelleri .....	59
6.5. Panel Veri Kavramı, Modelleri, Modellerin Karşılaştırılması ve Varsayımları ..	60
6.5.1. Panel Veri Kavramı .....	60
6.5.2. Panel Veri Modelleri .....	61
6.5.2.1. Klasik Model.....	61
6.5.2.2. Sabit Etkili Model (Fixed Effects).....	62
6.5.2.3. Tesadüfi Etkili Model (Random Effect- Rassal Etkiler) .....	62
6.5.3. Panel Veri Modellerinin Karşılaştırılması.....	63
6.5.3.1. F Testi .....	63
6.5.3.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi.....	63
6.5.3.3. Skor Testi.....	64
6.5.3.4. Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı ve Düzeltilmiş Lagrange Çarpanı Testi .....	64
6.5.4. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımlara Yönelik Testler.....	64
6.5.4.1. Panel Veri Modellerinde Değişen Varyans Testi .....	64
6.5.4.2. Panel Veri Modellerinde Otokorelasyon Testleri .....	65
6.5.4.3. Panel Veri Modellerinde Yatay Kesit Bağımlılığının Testi.....	65
7. BULGULAR.....	66
7.1. Verilere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	66
7.2. Panel Veri Modelinin Seçimi .....	67

7.2.1. F Testi.....	68
7.2.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi.....	69
7.3. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Test Edilmesi ve Tahmin Sorunları.....	69
7.3.1. Değişen Varyans (Heteroskedastisite) Analizi.....	69
7.3.2. Otokorelasyon Analizi.....	70
7.3.3. Yatay Kesit Bağımlılık Analizi.....	70
7.4. Dirençli Tahminler ile Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin İncelenmesi.....	71
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	74
KAYNAKLAR.....	77
ÖZ GEÇMİŞ	
EKLER	



## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>AOSM</b>	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul
<b>BİST 30 ENDEKSİ</b>	: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Hacmi ve Piyasa Değeri En Yüksek 30 Şirket
<b>BİST 100 ENDEKSİ</b>	: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Hacmi ve Piyasa Değeri En Yüksek 100 Şirket
<b>CAPM</b>	: Capital Asset Pricing Model
<b>CD</b>	: Cross-section Dependence
<b>GEKK</b>	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KDV</b>	: Katma Değer Vergisi
<b>KO</b>	: Kaldıraç Oranı
<b>KVYKO</b>	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
<b>LM</b>	: Lagrange Çarpanı
<b>M.D.V.</b>	: Maddi Duran Varlıklar
<b>PD/DD</b>	: Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı
<b>TBO</b>	: Toplam Borç/ Toplam Özsermaye Oranı
<b>UVYKO</b>	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı

## TABLolar LİSTESİ

<b><u>Tablolar</u></b>	<b><u>Sayfa</u></b>
Tablo 6. 1. Araştırma Kapsamında İncelenen BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki Firmalar.....	57
Tablo 6. 2. Konu İle İlgili Literatürde Yer Alan Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Değişkenleri .....	58
Tablo 6. 3. Araştırmada Kullanılan Bağımlı Bağımsız Değişkenler .....	59
Tablo 7. 1. Tanımlayıcı İstatistikler.....	66
Tablo 7. 2. Birim Etkinin Varlığını Sınamak İçin F Testi Sonuçları.....	68
Tablo 7. 3. Zaman Etkinin Varlığını Sınamak İçin F Testi Sonuçları .....	68
Tablo 7. 4. Birim Etkileri İçin Olabilirlik Oranı Testi.....	69
Tablo 7. 5. Zaman Etkileri İçin Olabilirlik Oranı Testi .....	69
Tablo 7. 6. Sabit Etkiler Modelinde Değişen Varyans Test Sonuçları .....	70
Tablo 7. 7. Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyon Test Sonuçları .....	70
Tablo 7. 8. Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları (Model 1)70	
Tablo 7. 9. Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları (Model 2)71	
Tablo 7. 10. Model 1 Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Sonuçları.....	72
Tablo 7. 11. Model 2 Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Sonuçları.....	73

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekiller</u>	<u>Sayfa</u>
Şekil 4. 1. Net Gelir Yaklaşımı.....	35
Şekil 4. 2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri. ....	37
Şekil 4. 3. Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri.....	39
Şekil 4. 4. Modigliani-Miller Yaklaşımı.....	41
Şekil 4. 5. MM Yaklaşımına Göre Kurumlar Vergisinin Göz Önünde Bulundurduğu Ortalama Piyasa Değeri .....	42
Şekil 4. 6. MM Yaklaşımına Göre Kurumlar Vergisinin Göz Önünde Bulundurduğu Ortalama Borç, Özkaynak ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Davranışları. ....	43
Şekil 4. 7. Sermaye Yapısının Dengeleme Yaklaşımı. ....	44



## EKLER LİSTESİ

<u>Ekler</u>	<u>Sayfa</u>
Ek 1: 2012-2017 Yılları Arasında Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları .....	87
Ek 2: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti-Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları .....	87
Ek 3: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Kaldıraç Oranları.....	89
Ek 4: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranları .....	90
Ek 5: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranları .....	91
Ek 6: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Toplam Borç/ Toplam Varlık Oranları .....	92



## 1. GİRİŞ

Geçmişten günümüze birçok kavramda olduğu gibi firmaların var oluş amaçlarında da önemli değişimler meydana gelmiştir. Günümüzde yöneticilerin firma değerini odak noktasına alan politikaları yakından takip ettikleri gözlemlenmektedir. Firma değeri kavramının sektördeki yöneticiler açısından öneminin artması ile birlikte konu üzerindeki bilimsel çalışmalarda nicelik ve nitelik olarak artış göstermiştir. Bu çalışmaların önemli bir bölümü firma değerini etkileyen faktörler üzerine yoğunlaşmıştır. Firma değerini belirleyen faktörlerin doğru bir şekilde ortaya konulması firmaların uyguladıkları politikalar açısından önem arz etmektedir. Firma değeri ile ilişkilendirilebilecek kavramlardan birisi de sermaye yapısı olabilmektedir.

Sermaye yapısının sermaye maliyetini, sermaye bütçelemesini ve bunların sonucu olarak da firma değerini etkilemesi olası görülmektedir (Eser, 2011: 47). Bir firmanın sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkili olup olmayacağı konusunda farklı görüşler ileri sürülmüştür. Firmaların sermaye yapılarının pay senedi fiyatlarını etkilemesi durumunda sermaye maliyeti en düşük seviyeye indirilebilecek, piyasa değeri ise en üst düzeye çıkaracak bir finansman politikası izlenmesi mümkün olabilmektedir (Türko, 1994: 461).

Bu nedenle sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkinin farklı boyutlardan ortaya konulması önem arz etmektedir. Bu bağlamda bu tez çalışmasının amacı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi incelemek olarak belirlenmiştir.

Kurumsal yönetim, firmaların amaçlarına verimli bir şekilde ulaşmasında rol oynayan bir faktör olarak ifade edilmektedir. Bu kavram son zamanlarda önemli bir hale gelmiştir. Kurumsal yönetim, firmanın değerinin uzun vadede artırılması amacıyla, firma ile ilişki içinde olan kurum ve kişiler arasındaki menfaat çatışmalarının çözümlenmesini sağlayan bir yönetim süreci olarak ifade edilmektedir (Oral vd., 2007: 126). Kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olması, sermaye maliyetinin düşük olmasına, krizlerin daha kolay bir şekilde atlatılmasına, finansman olanaklarının ve likiditenin artmasına neden olmaktadır (Dağlı vd., 2010: 19). Buna göre, yatırımcılar tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının önemli olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olduğu firmalara yatırım yapmak isteyebilmektedir. Buna göre BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapılarının firma değerine etkisi yöneticiler ve yatırımcılar tarafından önemli görüldüğü söylenebilmektedir. Daha önce Türkiye'de Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanılmamış olması nedeniyle bu tez çalışmasından elde edilen bulguların literatüre önemli katkılar sunacağı düşünülmektedir.

Geçmiş çalışmalar incelendiğinde sermaye yapısının nasıl olması gerektiği ile ilgili birçok teori öne sürülmüş ve konu üzerinde sayısız çalışma gerçekleştirilmiştir. Ancak firmaların sahip oldukları sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkinin analiz edilmesine yönelik sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu tez çalışmasının söz konusu literatürün genişletilmesine de ayrıca katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu doğrultuda bu tez çalışmasında, 2012-2017 dönemleri arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde sürekli faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarının firma değerleri üzerindeki etkisi panel veri yöntemleri ile incelenmiştir.

Bu kapsamda bu tez çalışması yedi bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki ikinci bölümünde, sermaye yapısı, firma değeri, sermaye yapısı ve firma değeri

ile ilgili önceki çalışmalar incelenmiştir. Bu bölümde, sermaye yapısını etkileyen faktörler, sermaye yapısının cari değer ve verimlilik üzerine etkisi, sermaye yapılarının belirleyicileri, sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişki, finansal rasyoların firma değerine etkisi, finansal analiz oranları ve firma değeri ilişkisi ile ilgili daha önceki çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, sermaye yapısı kavramı optimal sermaye yapısı, sermaye maliyeti, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler, kaynak seçiminde göz ardı edilmemesi gereken faktörler ve sermaye yapısını oluşturan kaynaklar aktarılmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümünde, sermaye yapısı ile ilgili geleneksel ve modern yaklaşımlar açıklanmıştır. Çalışmanın beşinci bölümünde, firma değeri kavramı, firma değerinin önemi, yönetilmesi, başlıca değer kavramları ve firma değerlemesinde kullanılan yöntemlere yer verilmiştir. Çalışmanın altıncı bölümünde yapılan çalışmanın amacı ve önemi, araştırmada kullanılan değişkenler, tanımlayıcı istatistikler, araştırmanın hipotezleri, modelleri, araştırmada kullanılan istatistikî analizler, panel veri kavramı, panel veri modelleri ve varsayımları açıklanmıştır.

Son olarak çalışmanın yedinci bölümünde ise BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2012-2017 yılları arasında bulunan 26 firmanın sermaye yapılarının firma değerini etkileyip etkilemediği panel veri analizleri kullanılarak STATA programı ile analiz edilmiştir. Çalışmada firma değerinin temsilcisi olarak piyasa değeri ve piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı kullanılmıştır. Sermaye yapısının ortaya konulması amacıyla kaldıraç oranı, kısa vadeli yabancı kaynak oranı, uzun vadeli yabancı kaynak oranı ve toplam borç oranı rasyoları kullanılmıştır. Bu aşamanın ardından ilk olarak kullanılması gereken tahminciler belirlenmiştir. Sonrasında, değişen varyans, yatay kesit bağımlılık ve otokorelasyon testleri gerçekleştirilmiştir. Testler sonucunda modellerde değişen varyans, yatay kesit bağımlılık ve otokorelasyon sorunlarının tespit edilmesi nedeniyle sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisi dirençli tahminciler kullanılarak analiz edilmiş ve elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Elde edilen bulgular BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde faaliyet gösteren 26 firmanın, bağımlı değişkenlerinden olan piyasa değeri/defter değeri oranı ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin var olduğunu göstermiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranı ile kısa vadeli yabancı kaynak oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin bulgularına ulaşılmıştır. Piyasa değeri/defter değeri oranı ile uzun vadeli yabancı kaynak oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri ile toplam borç oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca, çalışmanın diğer bağımlı değişkeni olan piyasa değeri ile kaldıraç oranı, kısa vadeli yabancı kaynak oranı, uzun vadeli yabancı kaynak oranı ve toplam borç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Bu çalışmanın bazı temel kısıtları bulunmaktadır. Bu çalışmanın temel kısıtı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan firmalara uygulanmış olmasıdır. Dolayısı ile elde edilen bulguların bu endekste yer alan firmalar açısından geçerli olup BİST'de yer alan tüm şirketleri temsil etmemektedir. Konu ile ilgili gelecek çalışmalarda bu çalışmanın kapsamının ve dönemlerinin genişletilmesi, BİST'de karşılaştırılabilir sonuçlara ulaşılabileceği düşünülmektedir.

## 2. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR

Bu bölümde literatürde yer alan sermaye yapısı, firma değeri, sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili önceki çalışmalara yer verilmiştir.

### 2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Önceki Çalışmalar

Kakilli Acaravcı (2004: 134-136) çalışmasında, BİST’ de işlem gören imalat sektöründeki firmaların sermaye yapılarına etki eden faktörleri 1992-2002 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, firma büyüklüğünün sermaye yapısı üzerine etkili olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Topal (2006: 45-67) çalışmasında, 1997-2003 dönemleri arasında BİST’e kayıtlı imalat firmalarının, finansman maliyetlerini, sermaye yapısını ve kârlılıklarını incelemiştir. Kaldıraç oranlarının hesaplandığı çalışmada kaldıraç oranlarının kârlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırmanın sonucuna göre, firmaların varlıklarını borç ile sağlamaları belirli bir noktaya kadar özsermaye kârlılıklarını olumlu yönde etkilediği belirli bir noktadan sonra olumsuz yönde etkilediği bulgularına ulaşılmıştır.

Ege ve Bayrakdaroğlu (2008: 392-393) çalışmalarında, BİST’de işlem gören Sigorta Endeksi’ndeki firmaların sermaye yapıları ile cari değer ve verimlilikleri arasındaki ilişkiyi 2000-2004 yılları için incelemiştir. Doğrusal regresyon analizi sonucuna göre, sermaye yapısı ile cari değer arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Sermaye yapısı ile firma verimliliği arasında ters yönlü bir ilişkinin bulgularına rastlanılmıştır.

Demirhan (2009: 693-695) çalışmasında, BİST’de yer alan hizmet sektöründeki firmaların, sermaye yapılarına etki eden firmaya özgü etmenleri belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışma kapsamında BİST’de 2003-2006 yılları arasında hizmet sektöründe yer alan 20 firmanın verileri kullanılmıştır. Panel veri analiz sonucuna göre, hizmet sektöründe bulunan firmaların sermaye yapısına etki eden en önemli etmenlerin kârlılık, firma büyüklüğü, firmanın likiditesi ve firmanın varlık yapısı olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Ata ve Ağ (2010: 51-59) çalışmalarında, BİST’de işlem gören metal ana sanayi ve metal eşya, makine ve gereç yapım sektörlerinde yer alan firmaların sermaye yapıları ile firma karakteristiği arasındaki ilişkiyi 2003-2007 yılları için incelemiştir. Panel veri analiz sonuçlarına göre, firma karakteristiği ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Güler (2010: 357-367), çalışmasında 1996-2007 yılları arasında BİST’de işlem gören KOBİ’lerin sermaye yapılarını ve sermaye yapılarına etki eden etmenleri panel koentegrasyon analiz yöntemi kullanarak incelemiştir. KOBİ’lerin finansman ihtiyacını karşılamak için ilk olarak iç fonlara yöneldikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Okuyan ve Taşcı (2010: 116) çalışmalarında, İstanbul Sanayi Odası tarafından her sene belirlenen 500 büyük ve ikinci 500 büyük sanayi firmalarının sermaye yapısının belirleyicilerini 1993-2007 yılları için araştırmışlardır. Panel veri analizleri sonucunda, firmanın kaynak ihtiyaçlarını ilk olarak iç fonlardan karşıladıkları fakat bu fonlar yetmediğinde borçlanmaya gittikleri tespit edilmiştir. İşletmelerde sahiplik yapısı ile borçlanma arasında anlamlı ilişkiye rastlanmamıştır.

Yakar (2011: 70-84), çalışmasında BİST 100 Endeksi’nde yer alan firmaların verilerinden yararlanarak sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini 2000-2009 yılları için incelemiştir. Panel veri analiz sonucuna göre, sermaye yapısı ile kârlılık arasında negatif

yönlü; sermaye yapısı ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Sermaye yapısı ile büyüklük arasında ise pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Kısakürek ve Aydın (2013: 97-104) çalışmalarında BİST’de 1992-2011 dönemlerinde devamlı faaliyette bulunan 104 firmanın bilanço ve gelir tablolarını kullanarak sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişkiyi Genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi (GEKK) ile incelemişlerdir. Gerçekleştirmiş oldukları çalışmanın sonucunda, araştırmaya konu olan firmaların sermaye yapılarında özkaynakları ağırlıklı olarak kullandığı görülmüştür. Satış kârlılığı ve aktif kârlılığı ile sermaye yapısı arasında doğru orantılı ve öz sermaye kârlılığı ile sermaye yapısı arasında ters orantılı bir ilişki bulunmuştur.

Halaç ve Durak (2013: 497-503), çalışmalarında BİST’de işlem gören firmaların yatırımlarında hangi finansman yöntemini tercih ettiklerini 2003-2010 yılları için belirlemeyi amaçlamışlardır. Panel veri sonucuna göre, borç /öz sermaye geçmiş dönem değerlerinin ve Tobin q değişkeninin firmaların finansman kararlarını etkilemediği, diğer taraftan Türk Lirası faiz oranı, Avro kaynaklı borçlanma riski ve üretici fiyat endeksi değişkenlerinin ise firmaların finansman kararlarını etkilediği görülmüştür.

Sarıoğlu vd., (2013: 483-492), çalışmalarında BİST’de işlem gören çimento, bilişim ve otomotiv sektörlerindeki firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve sektörler arasındaki farklılıkları 2007-2011 yılları için incelemişlerdir. Panel veri analizi sonucunda, incelenen dönemlerde sermaye yapısını saptayan faktörlerin sektörden sektöre farklılık gösterdiği yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Çimento sektöründe kârlılık ve aktif büyüklüğün borçluluk oranı üzerinde etkili olduğu yönünde bulgulara ulaşılırken; otomotivde satışların büyüme hızı, bilişim sektöründe ise büyüklük, varlık yapısı ve satışların büyüme hızı borç değişkenini etkilediği yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Çatal (2014: 185-196), çalışmasında 2008 de gerçekleşen küresel boyuttaki finansal krizin BİST’de işlem gören otomotiv sektörünü ne derece etkilediğini, krizin yaşanmasından önce ve sonra firmaların sermaye yapılarındaki farklılığı incelemiştir. Analiz kapsamında 1999-2012 yılları için 20 oran hesaplanmıştır. Kriz öncesi ve sonrası sermaye yapılarındaki değişiklik, hesaplanan oranlar ve t-testi yapılarak saptanmaya çalışılmıştır. İşletmeyi yönetenlerin risk, likidite, kârlılık, borçlanma oranı ve benzeri konulardaki kararları firmaların olası krizden etkilenmelerini en aza indirme yönünden önemli olduğu görülmüştür.

Abdioğlu ve Deniz (2015: 211) çalışmalarında, 2008 de gerçekleşen finansal kriz sonrası BİST’de işlem gören imalat sanayi sektöründe yer alan firmaların sermaye yapılarının firmaya özgü belirleyicilerini 2009-2013 yılları için tespit etmeye çalışmışlardır. Panel veri analizleri sonucunda, firmaların finansman ihtiyacında öncelikle iç kaynakları kullandığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Karadeniz vd., (2016: 43-49) çalışmalarında, BİST’de yer alan turizm firmalarının sermaye yapısı kararları ile kârlılık arasındaki ilişkiyi 2009-2015 yılları için incelemişlerdir. Panel veri analizleri sonucuna göre, kısa vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraç ile kârlılık arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu; uzun vadeli kaldıraç ile kârlılık arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Akpınar (2016: 298-299) çalışmasında, BİST-100 Endeksi’nde işlem gören firmaların sermaye yapıları ile firma performansları arasındaki ilişkiyi 2010-2013 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucuna göre, sermaye yapısı değişkeni olan kısa

vadeli borç oranının firma performansını anlamlı ve negatif yönde etkilediği görülmektedir.

Ege ve Nur Topaloğlu (2017: 477-490) çalışmalarında, BİST 30 Endeksi'nde yer alan firmaların sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararlarına etkisini 2009-2015 yılları için incelemiştir. Panel regresyon analizleri sonucunda, sahiplik yapısı değişkenleri ile sermaye yapısı kararları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Alsü (2017: 303-310) yaptığı çalışmada, 2006-2015 yılları arasında BİST'de işlem gören 100 firmanın sermaye yapısında ortaya çıkan değişikliklerin firmanın karlılığına ne derece etki ettiğini belirlemeyi amaçlamıştır. Panel regresyon analizi sonucunda, öz sermayenin daha fazla kullanılması ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır; uzun vadeli yabancı kaynakların tercih edilmesi ile kârlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Oral vd., (2017: 126-134) çalışmalarında, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören firmaların pay senedi getirileri ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi 2010-2014 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucuna göre, veri setindeki firmaların yüzde kırkı, kaldıraç oranının pay senedinin bileşik getirisini yükselttiği sonucuna ulaşılmıştır.

Küçük Özer (2019: 37-54) çalışmasında, BİST 50 Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapısı kararları ile finansal performansları arasındaki ilişki 2010-2018 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, kısa vadeli finansal kaldıraç oranı ve toplam finansal kaldıraç oranı ile aktif kârlılık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin var olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Toplam finansal kaldıraç oranı ile özkaynak kârlılığı arasında anlamlı bir ilişkinin var olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır; uzun vadeli finansal kaldıraç oranı ile özkaynak kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

## 2.2. Firma Değeri İle İlgili Önceki Çalışmalar

Türk (2013: 82-108) çalışmasında, BİST'de yer alan 56 üretim firmasının finansal analiz oranları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2004-2011 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, firma değeri ile firmanın mali yapı, faaliyet, kârlılık ve borsa performans oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olmadığı; firma değeri ile likidite durumu arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiyi var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Uluyol ve Türk (2013: 369-382) çalışmalarında, BİST'de işlem gören 56 üretim firmasının finansal tablolar analizinde kullanılan finansal rasyolar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi 2004-2010 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, özkaynak, net kâr, stok devir hızı oranları ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır; nakit ve cari oranları ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Çam (2014: 113-120) çalışmasında, BİST 100 Endeksi'nde işlem gören firmaların firma değerleri ile politik risk arasındaki ilişkiyi 2000-2009 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucuna göre, firma değeri ile politik risk arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkiye ulaşılmıştır.

Kurtaran vd., (2015: 39-44) çalışmalarında, BİST 100 Endeksi'nde sürekli faaliyette bulunan 45 firmanın finansal rasyoları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi

2008-2012 yılları için incelemiştir. Çoklu regresyon analizleri sonucunda, cari oran ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Buna ek olarak aktif kârlılık ve asit test oranı ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Şenol ve Karaca (2017: 8-16) çalışmalarında, İstanbul Sanayi Odası 2015 yılı Türkiye'nin birinci 500 büyük sanayi kuruluşları listesinin ilk 200'üne girip Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların finansal risklerinin firma değerleri üzerine etkisini 2008-2015 yılları için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucunda, kaldıraç ve kredi riskleri firma değerini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Buna ek olarak, kur ve likidite riskleri firma değerini negatif yönde etkilediği görülmektedir.

Günay (2018: 129-134) çalışmasında, BİST imalat sanayinde işlem gören firmaların değerleri ile performans ölçüm yöntemleri arasındaki ilişkiyi 2007-2016 yılları için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucunda, firmaların piyasa değerindeki değişimleri açıklayabildiği ve firmaların gelecekteki piyasa değerlerini başarılı derecede tahmin edilebildiği görülmektedir.

Akyüz ve Yıldırım (2019: 1781-1790) çalışmalarında, BİST'de işlem gören kağıt ve kağıt ürünleri sanayi sektöründeki firmaların piyasa değerleri ile mali rasyoları arasındaki ilişkiyi 2012-2018 dönemleri için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucunda, analiz kapsamında kullanılan 19 mali orandan 8'i ile piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç oranı, özkaynak oranı, alacak devir hızı, net kâr ve brüt satış kârı oranları ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

### 2.3. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İle İlgili Önceki Çalışmalar

Özaltın (2006: 68-69) çalışmasında, BİST-100 Endeksi'nde işlem gören firmaların değerleri ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi 2000, 2001, 2002, 2003 yılları için incelemiştir. Korelasyon analizi sonucunda, firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin var olmadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Antwi vd., (2012: 103-108) çalışmalarında, 2010 yılında Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda kote olan 34 firmanın sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamışlardır. Regresyon analizleri sonucunda, sermaye yapısının bir bileşeni olan öz sermayenin firmanın değeriyle ilgili olduğu ve uzun vadeli borcun da firmanın değerinin ana belirleyicisi olduğu görülmüştür.

Meder Çakır ve Küçükkaplan (2012: 74-83) çalışmalarında BİST'de işlem gören üretim firmalarının sermaye unsurlarının firma değeri ile kârlılığı arasındaki ilişkiyi 2000-2009 yılları için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucunda, öz kaynak kârlılığı ve piyasa değeri ile sermaye faktörleri arasında istatistiksel olarak bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Yener ve Karakuş (2012: 84-94) çalışmalarında, BİST 100 Endeksi'nde işlem gören firmaların sermaye yapıları ve firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2004-2009 yılları için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucuna göre, sermaye yapısı ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kulati (2014: 29-45) çalışmasında, Nairobi Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmaların sermaye yapıları ve firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2008-2013

yılları için incelemiştir. Regresyon analizi sonucunda, sermaye yapısının ve firma büyüklüğünün firma değerini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.

Yılmaz (2017: 832-837) çalışmasında, BİST-100'de işlem gören 60 firmanın sermaye yapılarının, firma değerine ve performansına etkisini 2000-2012 yılları için incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, firmaların sermaye yapılarında yer alan borç oranının yükselmesi firmaların değerlerini anlamlı ve negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Fumani ve Moghadam (2015: 50-56) çalışmalarında, Tahran Borsasında kote edilen firmaların sermaye yapılarının firma değerlerine, özkaynak getirilerine ve kazanç oranlarına etkisini 2010-2014 yılları için incelemiştir. Çoklu regresyon analizleri sonucunda, kaldıraç oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Kutukız vd., (2016: 293-296) çalışmalarında, BİST-100 Endeksi'nde işlem gören turizm firmalarının sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2010-2015 yılları için incelemiştir. Panel veri analizleri sonucuna göre, toplam borç ve uzun vadeli borç oranları ile firma değeri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

### 3. SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI, SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KAYNAKLAR

Çalışmanın bu bölümünde, sermaye yapısı tanımı ile ilgili kavramlara, sermaye yapısının önemine, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlere, kaynak seçiminde göz ardı edilmemesi gereken faktörlere ve sermaye yapısını oluşturan kaynaklara yer verilmiştir.

#### 3.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Kavramlar

Firmanın sermaye yapısından bahsedildiğinde bilançosunda yer alan pasif bölümü akla gelmelidir. Pasifte ise bilindiği üzere yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar bulunmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 227). Kısa vadeli yabancı kaynaklarda, işletmenin bir yıl içerisinde ödeme yapması gereken borçlar, uzun vadeli yabancı kaynaklarda, işletmenin bir yıldan sonra ödeme yapacağı borçlar yer almaktadır. Özkaynaklar ise, işletme sahip veya ortakları tarafından işletmeye konulmuş sermaye, işletme faaliyetleri sonucunda elde edilen ancak, işletme sahip veya sahiplerine verilmeyip işletmede tutulan ve değer yükselmelerinin sebep olduğu artışlar yer almaktadır (Yükçü, 2016: 70).

Literatürde sermaye yapısı kavramı üzerine çok sayıda inceleme yapıldığı görülmektedir. 18. yüzyıldan bu yana dünyada borsaların daha kurumsal yapılara dönüşmesiyle birlikte, firmaların piyasa değerini artırmak amacıyla yöntemler araştırılmaya başlanmıştır. Firmaların sağladıkları kaynaklar maliyetleri açısından incelendiğinde, borçların faiz maliyetlerinden, öz kaynağın ise hissedarların kâr beklentisi neticesinde doğan maliyetlerden söz edildiği görülmektedir. Genellikle firmaların borçlanma suretiyle elde ettikleri fonların maliyeti, öz kaynakları ile elde ettikleri kaynakların maliyetinden daha azdır. Sermaye yapısına ait firma yöneticilerinin almış olduğu kararlar, firmayla alakalı piyasa değerine, firmaya finansman sağlayanların perspektifine, borç ve öz kaynak maliyetlerine direkt olarak etkiye bulunduğunu çoğu araştırmacı onaylamıştır (Terim ve Kayalı, 2009: 126).

İşletmelerin sermaye yapıları, finansman temini ile ilgili kararları yansıtır. Bir diğer deyişle, sermaye yapısı içinde yer alan borç ve özkaynak kalemlerinin oluşturduğu optimum bir yapıyı görünür duruma getirirler. İşletmeler, sermaye yapılarını oluşturma aşamasında, borç ve özkaynak kalemlerinden hangilerine ne kadar finansman sağlayacakları konusunda bir karar vermek durumunda kalmaktadırlar. İşletmeler ve teorisyenler yönünden bu konuyla ilgili en önemli nokta, sermaye yapısı oluşturulurken en iyi bir bileşimin elde edilmesidir (Özdemir, 1997: 389).

Sermaye yapısı; varlık yatırımlarında ve firmanın faaliyetlerinde kullanılan fon kaynaklarının karışımıdır. İşletmelerin yararlandığı bu fon kaynaklarının sağlanmasında imtiyazlı pay senetleri, adi pay senetleri, finansal kiralamanın da içinde bulunduğu birçok borçlanma aracından faydalanılmaktadır. Sermaye yapısını oluşturanlar kaynaklar, en basit şekliyle borç ve öz sermaye olarak teorik yaklaşımlarında yer almaktadır (Akpınar, 2016: 291).

Sermaye yapıları kararları, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri ve mali yapılarını gözetebilmeleri yönünden önem arz etmektedir. İşletmelerin borç ve öz sermaye hususunda alacakları kararlar; sermaye maliyetine, sermaye bütçelemesi



kararlarına ve firma değerine etki edeceğinden sermaye yapısı kararları önemli bir hale gelmiştir (Eser, 2011: 1).

Firmanın kaynak gereksinimlerinin borç veya öz kaynaklardan hangisi ile sağladığı önem kazanmaktadır. Genellikle işletmelerin öz kaynak ile elde ettikleri fonların maliyeti, borçlanarak elde edilen fonların maliyetinden daha yüksek olmaktadır. Sermaye yapısı ile ilgili kararlar, günümüzde firmanın piyasa değeri üzerindeki etkisi birçok araştırmacı tarafından onay görmektedir (Terim ve Kayalı, 2009: 126).

### 3.1.1. Optimal Sermaye Yapısı

Optimal sermaye yapısı, bir işletmenin pay senedinin piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkararak sermaye yapısı olarak adlandırılmaktadır. Dünyada etkin bir piyasa var ise işletme piyasa değerine dayalı olarak optimal sermaye yapısını belirleyebilmektedir. Buna göre, optimal sermaye yapısının eksiksiz olarak belirlenmesi veya aynı düzeyde kalması, piyasadaki değişkenlik sebebiyle mümkün olmamaktadır. Bu durumda, birçok işletme hedef borç oranı aralığına göre karar verebilmektedirler (Levy ve Sarnat, 1990: 360, Aktaran, Boz, 2016: 13).

### 3.1.2. Sermaye Maliyeti

Firmaların herhangi bir kararında kullandıkları fonların ortalama maliyetine sermaye maliyeti denilmektedir. Birtakım fonlar karşılığında firma sabit bir yükün altına girmekte ve borcun faizi, fonların maliyetini oluşturmaktadır. Ancak firma borçla birlikte öz kaynak sermayesi gibi fonlar kullanmakta ve bu fonlar için belirli bir ödemede bulunacağını taahhüt etmemektedir. Buna göre, ortalama sermaye maliyetini hesaplayabilmek biraz zorlaşmaktadır (Erdoğan, 2009: 229).

Finans yönetiminde özellikle sermaye bütçelemesi kararlarında sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların toplam içerisindeki ağırlıkları piyasa değerine göre hesaplanmaktadır. Sermaye maliyeti hesaplanırken kısa vadeli yabancı kaynakların dikkate alınmaması gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 209).

### 3.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısını oluşturan kaynakların maliyetleri ayrı ayrı hesaplanır sonrasında bu maliyetlerin bir standarda göre ağırlıkları alınarak bulunmaktadır. Buna göre, iki durum ortaya çıkmaktadır bunlardan ilki, mevcut sermayenin maliyeti, ikincisi ilave sermayenin maliyetidir. Mevcut sermayenin maliyeti, geçmişe dönük finanslama ile bulunurken, ilave sermaye maliyeti ise, yeni projeler vb. için sağlanacak yeni fonların maliyeti olup yöneticiler açısından bu maliyet daha fazla önem taşımaktadır (Erdoğan, 2009: 236).

## 3.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Çok çeşitli faktörler, finans yöneticisinin en iyi sermaye yapısını tespit edebilmesi konusundaki kararlarını etkilemektedir. Her firmanın durumu bir diğerinden farklı olabileceğinden, finansman ile ilgili kârlarda ağırlık verilecek faktörler,

ekonominin durumu, endüstri ve firmanın özellikleri, hatta yöneticilerin risk almada ki seçimlerine göre farklılık göstermektedir. Böylelikle, çeşitli finansman kaynakları arasından seçim yapılırken, firmanın kaynak bileşimi tespit edilirken, bazı genel ilkeler göz önünde tutulabilmektedir (Akgüç, 1994: 502). Sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler genelden özele doğru aşağıda açıklanmaktadır.

### **3.2.1. Makroekonomik Faktörler**

Firmaların kaynak seçiminde etkili olan makroekonomik faktörlere aşağıda yer verilmektedir.

#### **3.2.1.1. Gayrisafi Yurtiçi Hâsılanın Büyüme Oranı**

Gayrisafi yurtiçi hâsılanın büyümesi, bir ekonomideki işletmelerin büyüme fırsatlarının bir ölçüsü olarak görülmektedir. Yüksek büyüme ortamında, işletmelerin mevcut yatırım fırsatlarına göre maddi varlıklarının yetersiz kalması, işletmeler sıkıntıya girdiği zaman daha yüksek değer kaybetmelerine neden olmaktadır. Sermaye yapısı ile ilgili bir teoriye göre, sermaye yapısı ve GSYİH'daki büyüme arasında negatif bir ilişkiyi öngörmektedir. Sermaye yapısı ile ilgili diğer bir teoriye göre, sermaye yapısı ve GSYİH'daki büyüme arasında pozitif bir ilişkinin var olduğunu öngörmektedir (Köksal vd., 2013: 13).

#### **3.2.1.2. Enflasyon Oranı**

İşletmelerin sermaye yapılarındaki değişikliğin sebebini açıklayan makroekonomik faktörlerden biri de ülkelerin enflasyon oranlarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır. İşletmelerin borç sözleşmelerinde nominal değer yer aldığı için enflasyon borçlanma ile finansmanın reel olarak maliyetini düşürmektedir. Enflasyon artışı devam ederken faiz oranlarının geride kalması, reel faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Buna göre, ülkelerinde enflasyon oranı düşük olan firmaların sermaye yapısındaki kaldıraç oranının düşük olması beklenmektedir (Wall, 1998, 12-29; Durukan, 1998: 43-54, Aktaran, Kakilli Acaravcı, 2004: 48).

#### **3.2.1.3. Vergi Oranı**

Firmaların ödemiş oldukları faizler vergi kanunu gereğince gider olarak kabul edilmekte ve vergi avantajı sağlamaktadır. Ancak firmaların kâr payı ödemeleri gider olarak kabul edilmemekte ve vergi avantajı sağlanmamaktadır. Kanun gereğince sağlanmış olan bu vergi avantajı, firmaların sermaye yapısı oluşumunu etkileyerek firmaların daha fazla yabancı kaynak kullanmasına neden olmaktadır. Gelecekte gelir vergisi oranının artacağı düşünülüyorsa borçlanma daha cazip bir hale gelmektedir (Brigham ve Houston, 2004: 618, Aktaran, Tunçel, 2018: 38).

#### **3.2.1.4. Faiz Oranı**

İşletmelerin daha fazla yatırım yapmaları, daha fazla borç kullanmaları anlamına gelmektedir. Ancak, kısa vadede yapılacak olan yatırımın faiz oranı esnek olmadığı için

yatırım düzeyini etkilememektedir. Dolayısıyla yatırım ve borçlanma ile faiz oranları arasında bir ilişkinin olduğu söylenebilmektedir (Muthama vd., 2013: 45-46).

### **3.2.2. Endüstrinin Özellikleri**

Endüstrinin kaynak seçimini etkileyen faktörler aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

#### **3.2.2.1. Mevsimsellik Hareketlerden Etkilenme**

Mevsimsel hareketlerin daha fazla olduğu endüstrilerdeki firmaların, satışlarını etkilemesi nedeniyle firmalar daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklara gereksinim duymaktadırlar (Akgüç, 1998: 507, Aktaran, Ay, 2018: 28).

#### **3.2.2.2. Dönemsel Hareketlerden Etkilenme**

Endüstrilerin bir kısmının satış oranı, piyasanın dönemsel hareketlerinden fazlasıyla etkilenmekte iken, bir kısmı ise çok az etkilenmektedir. Bazı endüstriler dayanıksız üretim malları üretmektedir ve bu sebeple dönemsel hareketlerden satışları etkilenmektedir. Bu durumda, işletmeler sermaye yapısı kararları alırken esneklik ve risk faktörlerini göz önünde bulundurmaları durumundadırlar. Dönemsel hareketlerden etkilenen endüstrilerde borç yükü, işletme faaliyetlerinin az olduğu dönemlerde finansal riski artırmakta ve borç ödemediği sıkıntıya girebilmektedir. Dönemsel hareketlerden etkilenen işletmeler finansal riski düşürme amacıyla öz kaynak kullanabilmektedirler. Dönemsel hareketlerden etkilenmeyen, farklı bir ifade ile satışları istikrarlı olan işletmelerin satışları istikrarsız olan işletmelere göre, borç kullanma oranları daha fazla olmaktadır (Akgüç, 1998: 506, Aktaran, Yakar, 2011: 63)

#### **3.2.2.3. Endüstrideki Rekabet**

İşletmeler farklı türlerde mal ve hizmet üretmektedirler. Aynı türden mal ve hizmet üreten işletmeler, belli bir endüstri içerisinde sınıflandırılırlar. Belirli bir endüstri içerisinde yer alan işletmelerin üretmiş oldukları mal ve hizmet türlerinde benzerlik bulunurken, bu işletmelerin finansal yapılarına bakıldığında, farklılıklara rastlanmaktadır. İşletmelerin kullandıkları finansman kaynaklarının seçimini, endüstrinin içinde bulunduğu rekabet şekli etkilemektedir. Rekabetin yoğun olduğu dönemlerde, satışların ve kârların güvenilir şekilde tahmin edilemediği endüstrilerde işletmeler riskten kaçınmak için özkaynakla finansman şeklini tercih etmekte, optimal sermaye yapısından uzaklaşmaktadırlar. Aynı endüstride faaliyette bulunan işletmelerin, sermaye yapısının uygunluğunu saptamak için, ortalama borç/ özsermaye oranları standart ölçü olarak kullanılmaktadır. Endüstri ortalaması oranları ile işletmenin benzer oranları kıyaslanarak sermaye yapısının uygun olup olmadığı ortaya konmaktadır. Sermaye yapısı kararlarından endüstri ortalaması ele alınarak işletmenin finansal riskini de belirlemek mümkün olmaktadır (Büker vd., 2011: 498).

### 3.2.3. Firmanın Özellikleri

Firmaların kaynak seçimini etkileyen ve firmayla ilgili olan faktörler aşağıda açıklanmaktadır.

#### 3.2.3.1. Firmanın Büyüklüğü

Sermaye yapısı ile ilgili bir yaklaşıma göre, büyüyen firmalar daha fazla fona ihtiyaç duymakta ve daha fazla fon elde etmek için borçlanma yoluna girmektedirler. Sermaye yapısı ile ilgili diğer bir yaklaşıma göre ise, yüksek büyüme seviyesine sahip olan firmalara, hem şirket hem de alacaklılar borç verme ve borç alma konusunda isteksiz davrandıkları için firmanın kaldıraç oranı daha az olmaktadır. Bu durumda, yüksek hızda büyüyen firmalar daha az borçlanma yoluna gideceklerdir (Cortez ve Susanto, 2012: 126).

#### 3.2.3.2. Likidite

Likidite, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranı olarak tanımlanmaktadır. Sermaye yapısı ile ilgili bir yaklaşıma göre, likidite oranı yüksek olan firmalar daha az borçlanma yoluna gideceklerdir. Buna ek olarak, yöneticiler likit varlıkları borçluların menfaatine karşı, hissedarların lehine manipüle ederek borçlanma kurumunun maliyetini artıracaklardır. Dolayısıyla, likidite ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir (Deesomsak vd., 2004: 394).

#### 3.2.3.3. Firma Riski

İşletmenin mali yapısında borçlanmaya yer vermesi işletme kârlılığını artırmakta ve borçların içinde yer alan kısa vadeli borçların oranlarının yükselmesi mali kaldıraçın tesirini daha fazla yükseltmektedir. Yalnız bu şekilde yapılan finansman sağlama yöntemi riskin yükselmesi sebebiyle işletmeyi iflasın eşiğine bile getirebilmektedir. Bilhassa satışlarında değişkenlik olan işletmelerin, anlatıldığı üzere finansman sağlama yoluna girmeleri durumunda riskleri yükselmektedir. Bu tarz firmalar, öz sermayeye bağlı finansman yoluna özen gösterdikleri takdirde mali riski istikrarlı hale getireceklerdir (Aksoy ve Yalçın, 2008: 62).

#### 3.2.3.4. Varlıkların Yapısı

Firmanın varlıklarının yapısına, yabancı kaynak temininde özen gösterilmesi gerekmektedir. Maddi duran varlıklar finansman sağlayıcıların güvencesi olduğundan dolayı özellikle uzun vadeli kredi verenler için önemlidir. Mali yükümlülüklerini zorlanmadan yerine getiren firmaların, kredi verenlerin gözünde değerinin yükselmesine neden olmakta ve daha uygun şartlarda fon sağlamaktadır (Küçük Özer, 2019: 28).

#### 3.2.3.5. Büyüme Fırsatları

Bir sermaye yapısı yaklaşımına göre, büyüme fırsatı yüksek olan fakat nakit akımı yetersiz olan büyümekte olan işletmeler daha fazla borçlanma yoluna giderek borç oranlarını yükselteceklerdir. Sermaye yapısı ile ilgili diğer bir yaklaşıma göre,

işletmenin büyüme fırsatlarının çoğalması, finansmanın dış kaynaktan elde etmenin maliyetli olması sebebiyle firmalar iç kaynaklara yönelmektedirler. Buna göre, yatırım fırsatları borçluluk üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır (Fıratoglu, 2005: 9)

### **3.2.3.6. Tek Tip Ürün**

Tek ya da benzersiz bir ürün üreten firmaların, müşterileri, tedarikçileri ve çalışanları, firmanın tasfiyesi durumunda yüksek maliyetlere maruz kalacakları belirtilmektedir. Bu işletmelerin tedarikçileri ve çalışanları, işe özgü becerilere sahiptirler, ancak müşteriler benzersiz olan ürünlerin alternatifini bulmakta zorluk yaşayabilmektedirler. Bu sebeple, tek tip ürünün firmaların borçlanma oranını düşürmesi beklenmektedir (Titman ve Wessels, 1988: 5).

### **3.2.3.7. Vergi Kalkanı**

İşletmelerin borçlanma sebebiyle meydana gelen faiz yükünün kurumlar vergisinden muaf olması, diğer yönden kâr payı ödemelerinden bu avantajın sağlanmaması işletmeler tarafından borçlanma yoluna gitmeleri ve bu yolla sağlanan vergi avantajına “vergi kalkanı” denilmektedir (Albayrak ve Akbulut, 2008: 429).

### **3.2.3.8. Kârlılık**

Bir sermaye yaklaşımına göre, kârlı şirketler iç finansman kullanmayı tercih etmektedirler. Çünkü dış kaynaklardan borç almaktan daha ucuzdur (Cortez ve Susanto, 2012: 125). Farklı bir sermaye yaklaşımına göre ise, firmaların geçmiş yıl kârlarını yatırım fonu olarak kullanacaklarını, sonrasında ise, yalnızca gerektiğinde bonolara ve yeni öz kaynaklara geçeceklerini varsaymaktadır. Bu durumda, kârlı olan firmalar borçsuz kalmaktadırlar (Huang ve Song, 2006: 17).

### **3.2.3.9. Borç Dışı Vergi Kalkanı**

Firmalar kurumlar vergisi ödemelerini azaltmak adına amortisman, emeklilik fonları gibi faiz dışı kalemleri yani borç dışı vergi kalkanlarını kullanabilmektedirler. Bu sebeple, borç dışı vergi kalkanları daha yüksek olan firmaların daha az borçlanması beklenmektedir (Wiwattanakantang, 1999: 385).

### **3.2.3.10. Kredi Verenlerin İşletmeye Karşı Davranışları**

Firmaların dışındaki objektif kurumların firma hakkında yaptıkları değerlendirmeler, kendi kendilerine yaptıkları değerlendirmelere göre daha doğru ve güvenilir olmaktadır. Bu sebeple bilhassa kredi verenlerin yapmış olduğu değerlendirmeler firmanın finansmana ait analizleri hangi sonucu veririrse versin, borç verenlerin davranışları, sermaye piyasası tepkileri, para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler birçok kez finans yapısını belirlemede mühim olan faktörlerden biri olmaktadır (Yurttadur, 2009: 57).

### **3.2.3.11. Borçlanma Maliyeti**

Firmaların kaynak seçimini etkileyen bir diğer faktör de borçlanma maliyetidir. Borçlanma maliyeti faktörünü değerlendirirken, sadece borç için faiz oranı dikkate alınmamalı, aynı zamanda işletmenin sabit maliyet niteliğinde olan toplam borç tutarı için katlanılan toplam finansal giderler de dikkate alınmalıdır (Padron vd., 2005: 62).

### **3.2.3.12. Denetim, Yönetici ve Ortakların Riske Karşı Davranışları**

Firmaların sermaye yapılarını, firma yöneticilerinin, denetim ve riske olan tutumu etkilemektedir. Bilhassa KOBİ'ler, denetimi ellerinden kaybetmemek için, dış kaynak finansmanını tercih etmektedirler. Böylelikle, bu firmanın ortaklarının üstlendikleri risk de artmaktadır. Diğer taraftan, büyük firmalar, genel olarak, borçlanmanın riskini üstlenmemek adına, fon ihtiyaçlarını ek pay senedi ihracı yoluyla karşılamaktadır. Zira firmanın denetimi hususunda pek fazla söze sahip değildirler (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 247).

### **3.2.3.13. Satışların Büyüme Hızı**

Satışların büyüme hızı, kaldıraçtan yararlanmak suretiyle her bir hisse için kârları yükselteceğinden, sermaye yapısının belirlenmesinde kullanılan bir ölçü olmuştur. Satışlarında artış olan firmalar, yabancı kaynağa ağırlık verebilmektedirler. Satışlarında artış olmayan veya azalış gözlenen firmaların ise öz sermayeye ağırlık vermesi gerekmektedir (Ceylan, 2000: 194).

### **3.2.3.14. Satışların Düzenliliği**

Satışların düzenli olması ya da büyük iniş-çıkışların olmaması ile borçlanma arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Firmanın satışlarının büyük ölçüde düzenli olması, anapara borç ve faiz ödemelerini gerçekleştirmesi konusunda bir problemle karşılaşmayacaktır. Hâlbuki satışlarında iniş-çıkışları olan firmalar, borç, faiz ve anapara ödemelerini yapmakta sıkıntılarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu sebeple, sermaye yapısının oluşumunda satışların büyüme hızının düzenli olması ne kadar önemliyse satışların düzenli olması da o kadar önemli olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 246).

## **3.3. Kaynak Seçiminde Göz Ardı Edilmemesi Gereken Faktörler**

Firma sermaye yapısını oluşturulurken seçeceği kaynakların özelliği önemiyet taşımaktadır. Zira ulaşılmak istenen amaç, kurulmak istenen yapının en uygun olmasını sağlamaya çalışmaktır. En uygun sermaye yapısının belirlenmesi hususunda birçok faktör finans yöneticilerinin kararlarını etkileyebilmektedir (Özdemir, 1997: 403). Buna göre, kaynak seçiminde göz ardı edilmemesi gereken faktörler aşağıda açıklanmaktadır.

### **3.3.1. Uygunluk**

Fonların elde edilmesiyle birlikte, finansmanında kullandıkları varlıkların özelliği ile dengeli ve vadeyle uyumlu olması gerekmektedir. Uygunluk kriteri veya

etmeni daha açıklayıcı bir ifadeyle, işletmenin dönen varlıklarının devamlılık sağlamayan kısmını kısa vadeli kaynaklarla sağlaması gerektiği ve buna karşın işletmenin duran varlıklarının uzun vadeli kaynaklarla sağlanması gerektiği biçiminde tanımlanabilmektedir (Akgüç, 1994: 501).

Duran varlıkların finansmanında uzun vadeli kaynakların kullanılması daha uygunken, dönen varlıkların finansmanında kısa vadeli kaynakların tercih edilmesi daha uygun olmaktadır. İşletmede bir yıldan daha fazla süre bulundurulmuş duran varlıkların, bir yıldan daha uzun vadeli olan kaynaklarla finanse edilmesi nakit akımlarının özelliği düşünüldüğünde uygun olduğu görülmektedir. Aynı vade uygunluğu dönen varlıklar ile kısa vadeli kaynaklar arasında görülmektedir. Bu konuda, yatırımcının risk algısının da bu uygunluk içinde bir yere sahip olduğu göz ardı edilmemelidir (Karakuş, 2012: 25).

### 3.3.2. Esneklik

İşletmenin ihtiyaçları doğrultusunda fon kaynakları ayarlanabilmesi, farklı bir ifadeyle işletmenin varlıklarında çoğalma olduğunda genişleyebilmesi, eksildiğinde ise rahatlıkla daralabilmesi anlamına gelmektedir (Akgüç, 1994: 505).

Finansmanda esnekliğin oluşması, işletmede bir müddet dahi olsa atıl durabilecek fon meblağsı en az seviyeye düşürülmesi, işletmenin kârlılığını ve kaynakların maliyetini pozitif etkilemektedir. Finansmanda esnekliğin yükselmesine kısa vadeli kaynak neden olmaktadır. Esnekliğin daha fazla gelişmesi, kredi sözleşmelerinde bulunabilecek geri ödeme koşulları ile sağlanabilmektedir (Akgüç, 1994: 505).

Farklı bir anlatımla, firmanın aktiflerini artırdığı zaman finansal yönden büyüebilmesi veya kolay bir şekilde finansal imkânlara ulaşması, firmanın aktifleri azalttığı anda ise kolayca küçülebilmesi ya da elinde atıl fon kaynağı artırmaması olarak da ifade edilebilmektedir. Esneklik farklı bir bakış açısından, işletmenin kendine sunulan finansman seçenekleri arasında esnek bir tutum sergilemesi, sınırlayıcı şartlarla esnekliğin daraltılmaması olarak açıklanmaktadır. Bu yönden işletmelerin, uygun koşullarda, firma gereksinimlerini yeteri kadar karşılayabilmeleri, finansman temini hususunda rahatça davranabilmeleri önem taşımaktadır (Türko, 1994: 404).

### 3.3.3. Maliyet

Kaynakların özelliğine, kullanım durumuna göre kullanılan fonların maliyetleri de farklılık göstermektedir. Krediden yararlanabilmek amacıyla hazırlık aşamasında ortaya çıkan giderler, teminat ve ipotek ücreti ödemesi durumunda katlanılması gereken giderler, kredi ödeme koşullarında ödemesiz devrenin olup olmaması, vergi tasarrufu sağlanması, kredi alımında faiz ödemelerinin peşin olarak ödenmesi veya ileri dönemlerde ödenmesi gibi işlemler kredinin asıl maliyetine etki etmektedir (Aksoy ve Yalçınar, 2008: 63).

Hatta yararlanılan kaynakların vergiden sonraki maliyetinin de hesaplanması gerekmektedir. İşletmenin borçlarının faizleri vergi matrahından indirilebilme imkânı, kaynakların gözüken maliyeti ile işletme yönünden asıl maliyeti arasında bir fark yaratmaktadır (Usta, 2005: 32).

### 3.3.4. Kaldıraç Faktörü

Firmalar borçlanırken kârlılığı arttırmayı amaçlamaktadır. Firmanın kullanmış olduğu borcun karşılığında katlanmış olduğu maliyetin üzerinde gelir elde eden firmalar mali kaldıraçtan faydalanmaktadır. Yalnız, bunun bir limiti bulunmaktadır. Firmanın borç oranı yükseldikçe mali risk de yükseleceğinden ek olarak yararlanılacak kredilerin maliyeti de daha fazla olacaktır. Buna göre, kaldıraçın etkisi belirli bir seviyeden sonra tersi yönde hareket edecektir (Aksoy ve Yalçın, 2008: 63).

### 3.3.5. Kontrol

Finansmanda kullanılacak kaynakların planlanmasında dikkate alınması gereken bir diğer husus, firmanın mevcut sahip veya sahiplerinin firma üzerinde kontrol haklarını paylaşma isteği taşıyıp taşımadıklarıdır (Akgüç, 1994: 505).

Kontrol faktörü, sermaye yapısını ve finansman bileşimini etkilemektedir. Firmaya borç verenler ve imtiyazlı pay senedine sahip olanlar firmanın yönetim kurulu seçimine katılmazlar, borç verenlerin firma yönetiminde görevleri azdır. İmtiyazlı pay senedi ile finansmana erişilmesi, firmanın var olan kontrol pozisyonu koruyarak saklı tutmuş olur. Lakin firma pay senedi ihraç ederek finansmana ulaşmak isterse ve çıkarılmış olan yeni pay senetleri eski ortaklar hariç diğer şahısların satın alması durumunda, firmanın kontrolü el değiştirmiş olacaktır (Türko, 1994: 485).

### 3.3.6. Zamanlama

Zamanlama, firmanın fonları, yatırımın finansmanı için gereksinim duyduğu vakitte ve elverişli koşullarda sağlanması anlamına gelmektedir. Bu sebeple, firmalar para ve sermaye piyasalarında değişimleri yakından takip etmesi gerekmektedir. Kısa süreli bono çıkarılmasının, tahvil ve pay senedi ihracının bu piyasaların elverişli bulunduğu vakitlerde yapılması gerekmektedir (Usta, 2005: 32).

## 3.4. Sermaye Yapısını Oluşturan Kaynaklar

Firmalar ihtiyaç duydukları sermayeye ulaşmak için finansman kaynaklarından yararlanmaktadırlar. Bu kaynaklar ise, öz kaynak ve yabancı kaynak olarak ikiye ayrılmaktadır. Öz kaynak, işletme sahip ve ortaklarının işletmeye ayırdıkları tutarı ifade ederken, yabancı kaynak kısa ve uzun vadeli çeşitli kredileri ifade etmektedir (Hatipoğlu, 2003: 310). Dolayısıyla, sermaye yapısını oluşturan kaynaklar başlığı altında “kısa vadeli yabancı kaynaklar”, “uzun vadeli yabancı kaynaklar” ve “özkaynaklara” yer verilmiştir.

### 3.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Dönen varlıkların finansmanında kullanılan, en fazla bir sene veya firmanın normal çalışma dönemi sonunda ödenmesi beklenen yabancı kaynaklar “kısa vadeli yabancı kaynaklar” olarak tanımlanabilmektedir (Örten, 2003: 263).

İşletmelerde genellikle, stokların alacakların ve normal işletme giderlerinin finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklara başvurulmaktadır. Özellikle işletmeye borç verecek veya yatırım yapma kararı alacak olan bilgi kullanıcıları, kısa vadeli



yabancı kaynaklar bölümünün tutarı ile dönen varlıklar bölümünün tutarı ile karşılaştırılarak önemli bilgiler elde etmektedirler. Çünkü kısa vadeli yabancı kaynaklardan kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde başvurulacak işletme için kaynaklar dönen varlıklardır. Diğer bir ifade ile işletmeler kısa vadeli borçlarını nakde dönüştürecekleri dönen varlıklar ile ödemektedirler. Bu nedenle iki tutarın birbirine oranlanması veya aralarındaki farkın hesaplanması sonucu işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücü işletme sermayesi tutarı hakkında edinilecek bilgiler işletme içi ve işletme dışındaki ilgililer açısından oldukça büyük önem taşımaktadır (Atabey vd., 2009: 386).

Örneğin, üç ay içinde ödenecek bir tahvilli borcun, önceden kurulmuş bir fondan ödenmesi hâlinde neden kısa vadeli borç sayılmayacağını, ya da beş ay sonra teslim edilecek bir duran varlık karşılığında alınan avansın yine, neden kısa vadeli borç sayılmayacağını anlamak kolaylaşır. Böylece kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynak toplamlarının doğru bulunması ve ilgili analizlerin verilere dayandırılması sağlanmış olur (Cemalcılar ve Erdoğan, 1997: 577).

Kısa vadeli yabancı kaynaklar; mali borçlar, ticari borçlar, alınan avanslar, borç ve gider karşılıkları, gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları, diğer kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır (Karasioğlu, 2014: 436). Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde öncelikle söz konusu kısa vadeli yabancı kaynaklar açıklanmıştır.

#### **3.4.1.1. Mali Borçlar Hesabı**

Mali borçlar, borç veren kuruluşlara vadesi kısa olan borçlar ile vadesi kısa olan para ve sermaye araçları ile elde edilen krediler ve süresine bir seneden az bir zaman bulunan uzun vadeli finansal borçların anapara, faiz ve taksitlerini kapsamaktadır. Finansal borçlar grubunda yer alan hesaplar aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Kalenderoğlu, 2002: 181).

- Banka Kredileri Hesabı
- Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri Hesabı
- Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri Hesabı
- Çıkarılmış Bonolar ve Senetler Hesabı
- Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler Hesabı
- Menkul Kıymetler İhraç Farkı Hesabı (-)
- Diğer Mali Borçlar Hesabı

#### **3.5.1.1.1. Banka Kredileri Hesabı**

Kısa vadeli kredilerin, banka ve başka finans kurumlarından sağlanması bu hesapta takip edilmektedir. Krediyeye karşılık çekilen paralarla bunların faiz ve komisyonları bu hesabı alacak, krediyeye karşı ödemeler ise borç olarak ifade edilmektedir. Krediyeye karşılık verilen teminatın türü, kredinin “borçlu cari hesap” ya da “avans” olarak çalışması; kredinin muhasebeleştirme biçimini etkilemektedir (Sevilengül, 2000: 423).

#### **3.4.1.1.2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri Hesabı**

Ödenmesine bir senden daha fazla zaman bulunan uzun vadeli kredilerin bilanço günü itibarıyla bir sene içerisinde ödenmesi planlanan anapara taksitleri ile süresi bir

yılın altında kalanları ve tahakkuk etseler bile hâlâ ödemesi gerçekleşmeyen faizleri kapsamaktadır (Örten, 2003: 264).

#### **3.4.1.1.3. Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri Hesabı**

Bilanço günü itibariyle bir sene içerisinde ödemesi yapılacak anapara, borç taksitleri ve tahvil ile tahvillerin tahakkuk ettiği halde ödemesi yapılmayan faizlerinin takibinin yapıldığı hesaptır (Cemalcılar ve Erdoğan, 1997: 580).

#### **3.4.1.1.4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler Hesabı**

Kısa vadeli para ve sermaye piyasası araçları ile elde edilen fonlar, yani dolanımdaki para ve finansman bonoları gibi fonlar bu hesapta izlenmektedir (Yücel, 2011: 518).

#### **3.4.1.1.5. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler Hesabı**

Çıkarılmış senetler ve bonolar kapsamında dâhil edilmeyen diğer menkul kıymetlerin takip edildiği hesaptır (Uysal ve Şenlik, 2008: 175).

#### **3.4.1.1.6. Menkul Kıymetler İhraç Farkı Hesabı (-)**

Tahvil, senet ve benzeri menkul kıymetlerin nominal değerinin altında ihraç edilmesiyle birlikte, nominal değeri ile satılan tutar arasındaki fark ileriki dönemlerde menkul kıymet ihraç farkı hesabında takip edilmektedir (Çaldağ ve Ayanoğlu, 2002: 256).

#### **3.4.1.1.7. Diğer Mali Borçlar Hesabı**

Mali borçlar hesap grubundan herhangi birinin kapsamına girmeyen finansal borçların takip edildiği hesaptır (Gökçen, 2007: 306).

#### **3.4.1.2. Ticari Borçlar Hesabı**

İşletmelerin alım satımlarından doğan senetli ve senetsiz kısa vadeli borçlarını kapsamaktadır. İşletmenin en çok bir sene içerisinde ödeme yapması gereken senetli, senetsiz bütün borçlar yani işletmenin faaliyet kapsamına giren bütün mal ve kıymet satın alımından ortaya çıkan kaynaklar bu hesapta incelenmektedir. Ticari borçlar hesap grubunda yer alan hesaplar aşağıdaki gibidir (Akdoğan ve Tenker, 1994, 97).

- Satıcılar Hesabı
- Borç Senetleri Hesabı
- Borç Senetleri Reeskontu (-) Hesabı
- Alınan Depozito ve Teminatlar Hesabı

##### **3.4.1.2.1. Satıcılar Hesabı**

İşletmenin esas faaliyette bulunduğu konu ile alakalı bütün mal ve hizmet satın alma durumundan doğan senetsiz borçları bu hesapta takip edilmektedir. Başka bir

ifadeyle, satıcılar hesabı, işletmenin asıl amacına ulaşmak için, mal ve hizmetlerin kredili satın alımından dolayı kısa vadeli borçları bu hesapta izlenmektedir. İşletmenin birden çok satıcıdan kredili mal veya hizmet alması hâlinde hangi satıcıya ne kadar borcunun olduğunu yardımcı defter hesabında izleyebilmektedir (Abdioğlu, 2016: 223).

#### **3.4.1.2.2. Borç Senetleri Hesabı**

Satıcılar hesabında izlenen meblağdan senede bağlanan tutarlar bu hesapta izlenmektedir. Bu hesaba ana kuruluş, iştirak ve bağlı şirkete olan borçlar da kaydedilmektedir. Bahsi geçen borç senetleri, işletmenin kendi keşide ettiği borç senetleri ile işletmenin kabul ettiği poliçelerdir. Bu hesapta, alacak senetlerinin ciro edilmesi izlenmemektedir (Kışalı ve Işıklılar, 1998: 185).

#### **3.4.1.2.3. Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)**

Bu hesapta bilanço günü itibariyle, senetli borçların tasarruf bedeli ile değerlendirilmesi gayesiyle borç senetleri için ayrılmış olan reeskont tutarları izlenmektedir (Kalenderoğlu, 2003: 191).

#### **3.4.1.2.4. Alınan Depozito ve Teminatlar Hesabı**

İşletmenin elinde bulunan imkânlardan yararlanmak isteyen üçüncü kişiler elde edecekleri çıkarların karşılığında geçici olarak işletme emrine bir değer verebilmektedirler. Bu değerlerin geçici olarak depozito ve teminatlar hesabında izlenmektedir. Teminat mektubu veya teminat olarak menkul kıymet alınması hâlinde bu değerler nazım hesaplarda izlenebilmektedir (Kavak, 2005: 275).

#### **3.4.1.3. Diğer Borçlar Hesabı**

Ticari bir sebebe bağlı kalmadan ortaya çıkmış ve en fazla bir sene içerisinde ödeme yapılması planlanan borçların incelendiği hesap grubudur (Yükücü, 2016: 650). Kısacası, işletmenin ticari borçlar dışında kalan, ortakları ve personeliyle olan alacak ilişkisini gösteren hesaplardır. Bu kapsamda yer alan hesaplar aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Tanış ve Berikol, 2012: 171):

- Ortaklara Borçlar Hesabı
- İştiraklere Borçlar Hesabı
- Bağlı Ortaklıklara Borçlar Hesabı
- Personele Borçlar Hesabı
- Diğer Çeşitli Borçlar Hesabı
- Diğer Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)

#### **3.4.1.3.1. Ortaklara Borçlar Hesabı**

İşletmenin asıl faaliyet konusunu oluşturmayan işlemleri nedeniyle hissedarlara veya işletme sahiplerine borçlanılmasıyla ortaya çıkan borçların takip edildiği hesaptır. Ortaklara borcun ortaya çıkması, kâr dağıtımı, ortağın sonradan tahsil etmek amacıyla şirket adına bir ödeme yapması veya herhangi bir sebeple olabilmektedir (Karasioğlu, 2014: 456).

### **3.4.1.3.2. İştiraklere Borçlar Hesabı**

Bir işletmenin asıl faaliyetlerini oluşturan konuların dışında kalan işlemleri bu nedenle iştiraklerine olan borçların takip edildiği hesaptır. Pasif karakterli bir hesaptır (Türkmen, 2011:155).

### **3.4.1.3.3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar Hesabı**

Bu hesapta, İşletmenin faaliyet konusu dışında kalan, sermaye taahhüdünden borçları hariç olan işlemleri, bağlı ortaklara olan borçları takip edilmektedir (Yükçü, 2016: 659).

### **3.4.1.3.4. Personele Borçlar Hesabı**

İşletme tarafından personele borçlanması durumunda bu borçların takip edildiği hesaptır (Ataman, 2010: 245).

### **3.4.1.3.5. Diğer Çeşitli Borçlar Hesabı**

Diğer borçlar hesap grubu içerisine girmeyen asıl faaliyet konusu dışında kalan işlemlerden ortaya çıkan borçlar bu hesapta takip edilmektedir (Lazol, 2013: 213).

### **3.4.1.3.6. Diğer Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)**

Diğer borçlar grubunda yer alan senetli borçların bilanço günü itibariyle, değerini artırmak maksadıyla borç senetleri için ayrılmış olan reeskont meblağlarının takibinin yapıldığı hesaptır (Gökçen, 2009: 317).

### **3.4.1.4. Alınan Avanslar Hesabı**

Satış sözleşmeleri veya başka sebeplerle işletmenin aldığı ve vadesi bir yılı aşmayan avansların izlendiği hesapları kapsayan bir hesap grubudur. Bu grupta yer alan hesaplar aşağıdaki gibi ifade edilmiştir (Bakır ve Şahin, 2009: 35):

- Alınan Sipariş Avansları Hesabı
- Alınan Diğer Avanslar Hesabı

Alınan sipariş avansları hesabı, işletmenin vaat ettiği mal ve hizmetlerle ilgili alıcılar tarafından işletmeye yapılan avans ödemeleri bu hesapta tutulmaktadır (Güçlü vd., 2006: 206). Alınan diğer avanslar hesabı, alınan sipariş avansları dışında kalan, işletmenin aldığı her türlü kısa vadeli avansların takibinin yapıldığı hesaptır (Karasioğlu, 2014: 461).

### **3.4.1.5. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler Hesabı**

İşletmenin resim, harç, vergi, fon sigorta primi, sendika aidatı, icra taksitleri gibi yükümlülüklerini, sorumlu ya da mükellef olanların ödemesi gerekmektedir. Bahsedilen yükümlülükler bu hesap grubunda takip edilmektedir. Hesap grubunda yer alan hesaplar aşağıdaki gibidir (Lazol, 2013: 217).

- Ödenecek Vergi ve Fonlar Hesabı
- Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri Hesabı
- Vadesi Geçmiş, Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler Hesabı
- Ödenecek Diğer Yükümlülükler Hesabı

#### **3.4.1.5.1. Ödenecek Vergi ve Fonlar Hesabı**

İşletme ticari faaliyetlerinin neticesinde ilgili kanunlar gereği sorumlu veya mükellef olan kişilerin işletmenin kendisine, personeline ve üçüncü kişilere ödenmesi gereken resim, harç, vergi ve fonların takibinin yapıldığı hesaptır (Türkmen, 2011: 159).

#### **3.4.1.5.2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri Hesabı**

İşletmenin, personelin istihkaklarından sosyal güvenlik mevzuatı hükmüne uygun olarak kesintiye tabi tutmakla sorumlu, personele ait emeklilik aidatı ve sigorta primleri ile ilgili işveren katılma payları ve işveren tarafından sosyal güvenlik kurumlarına ödenmesi gereken diğer yükümlülüklerin takip edildiği hesaptır (Gökçen, 2009: 320).

#### **3.4.1.5.3. Vadesi Geçmiş, Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler Hesabı**

Yasal vadesi içerisinde ödeme yapılmayıp ertelenen veya taksitlendirilen vergi ve diğer yükümlülüklerden bilanço günü itibariyle vadeleri bir yılı geçmeyenler bu hesapta takip edilmektedir (Lazol, 2013: 223).

#### **3.4.1.5.4. Ödenecek Diğer Yükümlülükler Hesabı**

Bu grupta tanımlananların dışında yer alan yükümlülüklerin takip edildiği hesaptır (Sevilengül, 2009: 368).

#### **3.4.1.6. Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı**

Bu hesap grubu, bilanço günü itibariyle belirli olarak oluşan tutarı veyahut tahakkuk zamanı bilinmeyen kısa vadeli borç veya giderler için ayrılan karşılıkların takip edildiği hesapları kapsamaktadır. Bu hesap grubundaki hesaplar aktif düzenleyici özellikleri bulunmamaktadır. Bu grupta aşağıdaki hesaplar yer almaktadır (Lazol, 2013: 198).

- Dönem Kârı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları Hesabı
- Dönem Kârının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yükümlülükleri Hesabı (-)
- Kıdem Tazminatı Karşılığı Hesabı
- Maliyet Giderleri Karşılığı Hesabı (-)
- Diğer Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı

#### **3.4.1.6.1. Dönem Kârı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları Hesabı**

Dönem kârı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi, diğer vergi ve kesintiler, fonlar ve benzeri diğer yükümlülükler için ayrılan karşılıklarının takip edildiği hesaptır (Yükçü, 2016: 678).

#### **3.4.1.6.2. Dönem Kârının Peşin Ödenen Vergi ve Diğer Yükümlülükleri Hesabı (-)**

İşletmelerin dönem kârlarından peşin olarak ödediği vergi ve diğer yükümlülüklerinin izlendiği hesaptır (Lazol, 2008: 208).

#### **3.4.1.6.3. Kıdem Tazminatı Karşılığı Hesabı**

İşletme tarafından belirlenen kurallar çerçevesinde ayrılan ve bir sene içinde ödenmesi planlanan kıdem tazminatlarının takip edildiği hesaptır (Kışalı ve Işıklılar, 1998: 201).

#### **3.4.1.6.4. Maliyet Giderleri Karşılığı Hesabı (-)**

İleriki aylarda ya da sene bitiminde kesin olarak tahakkuku yapılması öngörülen giderlerin, aylık olarak belirlenen maliyetlere pay ayrılmasında tamir bakım, amortismanlar, ikramiye gibi giderlere bağlı yaklaşık giderlerin izlendiği hesaptır (Akgüç, 2006: 174).

#### **3.4.1.6.5. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı**

Bu hesap grubu içinde tanımlanmayan diğer kısa vadeli borç ve gider karşılıklarının takip edildiği hesaptır (Küçüksovaş, 1997: 482).

#### **3.4.1.7. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları Hesabı**

Gelecek aylarda elde edilecek gelirler ve gelecek aylara ilişkin giderlerin tahakkuk edilmesiyle takibinin yapıldığı hesap grubudur. Bu hesap grubu içinde, dönemde doğan fakat ileriki aylara ilişkin gelirler ile faaliyetlerine devam ettikleri döneme ilişkin olup gelecek aylarda ödeme yapılması öngörülen giderler yer almaktadır (Gökçen, 2009: 322).

##### **3.4.1.7.1. Gelecek Aylara Ait Gelirler Hesabı**

Takip edilen aylara ilişkin olmak üzere peşin tahsili yapılan gelirlerin kaydının yapıldığı hesaptır. Bu hesap, sene sonuna kadar olan aylara ait gelirleri izlemekte kullanılmaktadır. Muhasebe standardında “ertelenmiş gelirler” olarak nitelenen gelecek dönemde gelir yazılacak tutarlar tekdüzen hesap planına uygun olarak bu hesapta takibi yapılmaktadır (Sevilengül, 2009: 546).

#### **3.4.1.7.2. Gider Tahakkukları Hesabı**

İleriki aylarda ödemesi yapılacak olan gider tahakkuklarının takibinin yapıldığı hesaptır. Ödenecek olan bu gider tahakkuku mutlaka belgeye dayandırılmalıdır (Türkmen, 2011: 166).

#### **3.4.1.8. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Hesabı**

Yukarıda hesap gruplarında açıklanmayan kısa vadeli yabancı kaynaklar bu grupta takip edilmektedir. Bu grupta yer alan hesaplar aşağıdaki gibi ifade edilmiştir (Lazol, 2013: 227).

- Hesaplanan KDV Hesabı
- Diğer KDV Hesabı
- Merkez ve Şubeler Cari Hesabı
- Sayım ve Tesellüm Fazlaları Hesabı
- Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar Hesabı

##### **3.4.1.8.1. Hesaplanan KDV Hesabı**

İşletmenin yapılmayan ya da yapılmaktan vazgeçilen mal ve hizmetlerine ait Katma Değer Vergisi (KDV) ve işletmenin teslim etmiş olduğu mal ve gerçekleştirdiği hizmetlerine ait Katma Değer Vergisinin işlendiği hesaptır (Gökçen, 2009: 324).

##### **3.4.1.8.2. Diğer KDV Hesabı**

Bu hesap, teşvik belgeli yatırım mallarının ithal edilmesinden ya da ihrac kaydıyla satışlardan doğan ertelenen veya terkin edilen KDV'lerin takip edildiği hesaptır. Bu hesabın kullanılabilmesi içim yatırım mallarının (teşvik belgeli olması gerek) ithal edilmesi ve ihrac kaydıyla satış yapılması gerekmektedir (Güçlü vd., 2006, 218).

##### **3.4.1.8.3. Merkez ve Şubeler Cari Hesabı**

İşletme merkez ve şubelerinin birbirleri ile ortaya çıkan borç ve alacak alışverişleri bu hesapta takip edilmektedir. Bu hesap borçlu ve alacaklı olarak iki şekilde çalışmaktadır (Lazol, 2013: 234).

##### **3.4.1.8.4. Sayım ve Tesellüm Fazlaları Hesabı**

Stok, kasa ve maddi duran varlıkların, sayım neticesinde fazla çıkması, birimler arasında yollanan varlıklarda meydana gelen fazlalıkların geçici şekilde kaydının yapıldığı hesaptır (Ataman, 2010: 266).

##### **3.4.1.8.5. Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar Hesabı**

Yukarıda sayılan hesaplar dışında kalan diğer çeşitli yabancı kaynakların takip edildiği hesaptır (Yükçü, 2016: 713).

### 3.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Vadeleri bir seneyi aşan borçlardır. Diğer bir ifadeyle, işletmenin gelecekteki normal faaliyet dönemi içinde ödemesi yapılmayacak olan borçlar yer almaktadır (Kızıl, 1996: 379). Bu kaynaklar, sermaye piyasasından, finansman kuruluşlarından ve firmanın ilişkili olduğu üçüncü şahıslardan sağlanmaktadır (Akgüç, 2006: 177).

İşletmenin uzun süreli borçlarını gerekli şekilde analiz edebilmek için, bilançoda bu kategori borçlarla ilgili olarak para cinsinden faiz oranları, vadeleri, teminatlı olup olmadıkları, teminat olarak gösterilmiş varlıkları, varsa borç ödemek için oluşturulmuş özel fonlar hakkında bilginin yer alması gerekmektedir. Bu bilgilere bilançoda açıklayıcı notlarda yer verilebileceği gibi bilançoyu tamamlayıcı tablolarda da yer verilebilmektedir (Akgüç, 2006: 178).

Bu hesap grubu içerisindeki borçlardan süreleri bir senenin altında kalanlar kısa vadeli yabancı kaynaklar bölümünde yer alan hesaplara devredilirler. Bu hesap grubu içerisinde yer alan hesaplar aşağıdaki gibidir (Sevilengül, 2000: 481).

- Mali Borçlar Hesabı
- Ticari Borçlar Hesabı
- Diğer Borçlar Hesabı
- Alınan Avanslar Hesabı
- Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı
- Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları Hesabı
- Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Hesabı

#### 3.4.2.1. Mali Borçlar Hesabı

Bilanço gününde, bir seneden daha fazla vadesi olan, banka ve diğer kurumlardan sağlanan krediler ile işletme tarafından borçlanma amacıyla ihraç edilmiş menkul kıymetler bu hesap grubunda yer almaktadır. Bu grupta yer alan hesaplar aşağıdaki gibidir (Yardımcıoğlu, 2014: 267).

- Banka Kredileri Hesabı
- Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar Hesabı
- Ertelenmiş Finansal Kiralama Borçlanma Maliyetleri Hesabı (-)
- Çıkarılmış Tahviller Hesabı
- Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler Hesabı
- Menkul Kıymetler İhraç Farkı Hesabı (-)
- Diğer Finansal Borçlar Hesabı

##### 3.4.2.1.1. Banka Kredileri Hesabı

İşletmenin, banka ve diğer finans kurumlarından aldığı uzun süreli krediler bu hesapta izlenmektedir (Kalenderoğlu, 2003: 206).

##### 3.4.2.1.2. Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar Hesabı

Bu hesapta, finansal kiralama yapan kişi veya kurumlara olan ve vadesi bir seneyi geçen borçların takibi yapılmaktadır (Lazol, 2008: 214).



### 3.4.2.1.3. Ertelenmiş Finansal Kiralama Borçlanma Maliyetleri Hesabı (-)

Kiralama işlemi gerçekleşen finansal varlığa ait kira ödemesinin bugünkü ederi ile kiralama işleminin yapıldığı tarihte bu işlemten ortaya çıkan ve vadesi bir seneyi aşan borçların arasındaki farkı gösteren ancak ödemesi yapılmamış finansal kiralama borçlanma maliyetlerinin takibinin yapıldığı hesaptır (Atabey vd., 2009: 431).

### 3.4.2.1.4. Çıkarılmış Tahviller Hesabı

Bu hesapta, işletmece çıkarılmış olan tahvillerden vadeleri bir seneyi geçenler takip edilmektedir. İşletme tarafından erken paraya çevrilebilen ve pay senediyle değiştirilme imkânı bulunan tahviller çıkarmış olması hâlinde nitelik ve tutarları dipnotlarda ayrıyeten gösterilmektedir (Gökçen, 2007: 318).

### 3.4.2.1.5. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler Hesabı

Bu hesapta, diğer hesaplarda açıklanan menkul kıymetler içerisinde yer almayan konular izlenmektedir. İşletme tarafından çıkarılmış olan intifa senedi dışında kalan süreleri bir seneden uzun olan diğer menkul kıymetler bu hesapta incelenmektedir. İşletme tarafından çıkarılan katılma intifa senetleri ve özsermaye mahiyetindeki diğer menkul değerler bu hesapta takibi yapılmamaktadır (Örten, 2003: 306).

### 3.4.2.1.6. Menkul Kıymetler İhraç Farkı Hesabı (-)

İtibari değer altında bir değerle ihraç edilen menkul değerlerin (pay senedi dışında) itibari değer ile ihraç bedeli arasındaki farkın gelecek yıllara ilişkin kısımları bu hesabın borcunda izlenmektedir (Kışalı ve Işıklılar, 1998: 215).

### 3.4.2.1.7. Diğer Finansal Borçlar Hesabı

Mali borçlar hesap kalemlerinden hiçbirinin kapsamına girmeyen değerlerin izlendiği hesaptır (Yükçü, 2016: 727).

### 3.4.2.2. Ticari Borçlar Hesabı

Ticari borçlar hesap grubunda, bilanço gününden başlayarak vadelerine bir seneden uzun süre bulunan ticari borçlar izlenmektedir. Bilanço dipnotlarında, iştiraklere ve bağlı ortaklıklara olan ticari borçların tutarları yer almaktadır. Ticari borç hesap grubunda yer alan hesaplar şöyledir (Uysal ve Şenlik, 2008: 196):

- Satıcılar Hesabı
- Borç Senetleri Hesabı
- Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)
- Alınan Depozito ve Teminatlar Hesabı
- Diğer Ticari Borçlar Hesabı

#### 3.4.2.2.1. Satıcılar Hesabı

Bu hesapta, işletmenin esas faaliyet konusu ile alakalı bütün mal ve hizmet satın almalarından meydana gelen ve vadeleri bir yıldan uzun olan senetsiz borçlar izlenmektedir (Çaldağ ve Ayanoğlu, 2002: 258).

#### 3.4.2.2.2. Borç Senetleri Hesabı

Firmanın borçlu olarak çıkardığı emre yazılı senetlerle, aldığı poliçelerden, bilanço hazırlandığı dönemden itibaren vadeleri bir yıldan uzun olanlar bu hesapta gösterilmektedir. Borç senetleri, borç senetleri reeskontu hesabı vasıtasıyla bilanço günündeki değerine indirgenmelidir. Borç senetleri reeskontu hesabı, pasifi düzenleyen bir hesaptır ve bilançoların pasif tarafında borç senetleri tutarından düşülmeli, başka bir tabirle eksi işaretle bilançonun pasif tarafında gösterilmelidir (Akgüç, 2006: 186).

#### 3.4.2.2.3. Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)

Bilançonun düzenlediği tarihte, işletmenin senetli borçlarının tasarruf değeriyle değerlendirilmesini sağlamak amacıyla, borç senetleri için ayrılmış olan meblağların takibinin yapıldığı hesaptır (Gökçen, 2007: 320).

#### 3.4.2.2.4. Alınan Depozito ve Teminatlar Hesabı

Bu hesapta, üçüncü şahısların belirlenen bir işi yapmalarını, almış oldukları bir kıymeti geri ödemelerini sağlamak maksadıyla ve belirli sözleşmeler sebebiyle gerçekleşmesi beklenen bir alacağın bedeli olarak alınan teminat ve depozitoların takibi yapılmaktadır. Yalnızca nakit olarak alınan depozito ve teminatlar izlenmektedir (Toramanlı, 2008: 152).

#### 3.4.2.2.5. Diğer Ticari Borçlar Hesabı

Finansal ve ticari borçlar haricinde kalan borç hesapları için de, kısa vadeli diğer hesaplara paralel olarak hesap açılması gerekmektedir (Sevilengül, 2000: 490).

#### 3.4.2.3. Diğer Borçlar Hesabı

Mali borçlar ve ticari borçlar haricindeki borçlar bu hesap grubunda takip edilir. Bir ticari sebebe dayanmaksızın ortaya çıkmış ve vadesi en fazla bir sene olan borçların takibinin yapıldığı hesapları kapsamaktadır. Bu grupta bulunan hesaplar (Güçlü vd., 2006: 203):

- Ortaklara Borçlar Hesabı
- İştiraklere Borçlar Hesabı
- Bağlı Ortaklıklara Borçlar Hesabı
- Diğer Çeşitli Borçlar Hesabı
- Diğer Borç Senetleri Reeskont Hesabı (-)

#### **3.4.2.3.1. Ortaklara Borçlar Hesabı**

İşletmenin etkinliğini sürdürdüğü çalışma konusu dışında kalan işlemleri nedeniyle hissedarlara olan borcunun vadeleri bir seneden çok olan meblağların takip edildiği hesaptır (Yükçü, 2016: 734).

#### **3.4.2.3.2. İştiraklere Borçlar Hesabı**

İşletmenin esas faaliyet konusu dışında kalan işlemlerinden dolaya ortaya çıkan ve vadeleri bir seneden fazla olan iştiraklere borçlar bu hesapta takip edilmektedir (Lazol, 2013: 241).

#### **3.4.2.3.3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar**

İşletmenin sermaye taahhüdünden borçları hariç olmak üzere esas faaliyet konusu dışında kalan işlemlerinden kaynaklanan bağlı ortaklara borçlarının takip edildiği hesaptır (Karasioğlu, 2014: 488).

#### **3.4.2.3.4. Diğer Çeşitli Borçlar Hesabı**

Ticari olmayan ve diğer ticari borçlar hesap grubunun içinde açıklanan hesapların kapsamı dışında kalan çeşitli borçların takip edildiği diğer hesaptır (Türkmen, 2011: 174).

#### **3.4.2.3.5. Diğer Borç Senetleri Reeskontu Hesabı (-)**

Bilanço günü itibariyle, diğer borçlar hesap grubunda bulunan senetli borçların değerlemesini sağlamak maksadıyla borç senetleri için ayrılmış olan reeskont meblağlarının takibinin yapıldığı hesaptır (Sevilengül, 2009: 572).

#### **3.4.2.4. Alınan Avanslar Hesabı**

İşletmenin satış ile ilgili sözleşmesine göre mal ve hizmetin teslim edilmesinden önce elde ettiği, bir seneyi geçen avansların takip edildiği hesaptır. İşletmenin yurtiçi ve yurtdışı ticari faaliyetleri neticesinde bir seneden daha uzun vadede yapacağı satışlarla ilgili olarak alınan avansların tümü bu hesaba alınmaktadır. Alınan sipariş avansları, bir para ödeme yükümlülüğünü temsilden önce bir malın teslimi veya hizmetin yerine getirilmesi taahhüdü temsil ettiğinden ticari borçlar grubundaki hesaplara kaydı yapılmamaktadır. Bu gruptaki hesaplar şu şekildedir (Akdoğan ve Sevilengül, 2007: 517).

- Alınan Sipariş Avansları Hesabı
- Alınan Diğer Avanslar Hesabı

Alınan sipariş avansları hesabı, işletmenin satışla ilgili sözleşmesine göre mal ve hizmetin teslim edilmesinden önce vadesi bir seneyi geçen avansların takip edildiği hesaptır (Sağlam, 2007: 404). Alınan diğer avanslar hesabı ise, alınan sipariş avansları içerisinde tanımlanan avanslar haricinde, işletmenin almış olduğu bütün uzun vadeli avansların takip edildiği hesaptır (Hacıüstemoğlu vd., 1996: 307).

#### **3.4.2.5. Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı**

Bilanço günü itibariyle açık bir şekilde meydana gelen veya tahakkuk vakti belli olmayan uzun vadeli borç veya giderler için ayrılmış olan karşılıkların takip edildiği hesap grubudur. Burada bulunan hesapların aktifleri düzenleme özellikleri bulunmamaktadır. Bu grupta yer alan hesaplar şöyledir (Çabuk ve Lazol, 2008: 31):

- Kıdem Tazminatı Karşılığı Hesabı
- Diğer Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı

##### **3.4.2.5.1. Kıdem Tazminatı Karşılığı Hesabı**

Tanımlanan nitelikler neticesinde ayrılacak olan kıdem tazminatı karşılıkları bu hesapta yer almaktadır (Örten, 2003: 322).

##### **3.4.2.5.2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları Hesabı**

Tahmin edilen borçlar için ayrılacak olan karşılıklar, süresine göre, kısa süreli borçlar veya uzun süreli borçlar bölümünde bulunabilmektedirler. Gelecek hesap döneminde ödeme yapılacak kurumlar veya gelir vergisi karşılığı, kısa süreli borçlar içinde yer aldığı hâlde, uzun süreli borçlar içinde gösterilmektedir (Akgüç, 2006: 190).

#### **3.4.2.6. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları Hesabı**

Bilanço günü itibariyle devam eden seneden bir sonraki bilanço dönemlerine ilişkin ve peşin tahsilâtı gerçekleşen gelirler ile asıl faaliyet dönemine ilişkin olup da bir sonraki bilanço dönemlerinde ödemesi yapılacak olan giderleri kapsayan hesap grubudur (Karasioğlu 2014: 491).

Gelecek yıllara ait gelirler hesabında, ileriki bilanço dönemlerine ilişkin peşin olarak tahsili gerçekleştirilen gelirlerin bir seneden daha fazla vadeye ait kısımlarının takibi yapılmaktadır (Ataman, 2010: 270).

Gider tahakkukları hesabı, dönem içerisinde ortaya çıkmış, ancak ödemesi gelecek bir yıldan daha sonra yapılacak olan gidere bağlı borçların takip edildiği hesaptır (Lazol, 2013: 245).

#### **3.4.2.7. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar**

Önceki başlıklar altında açıklanan hesap grupları dışında kalan uzun vadeli yabancı kaynaklar da bu hesapta izlenmektedir. Hesabın alt grupları aşağıdaki gibidir (Güçlü vd., 2006: 232).

- Gelecek Yıllara Ertelenen veya Terkin Edilecek Katma Değer Vergisi Hesabı
- Tesise Katılma Payları Hesabı
- Diğer Çeşitli Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Hesabı

#### **3.4.2.7.1. Gelecek Yıllara Ertelenen veya Terkin Edilecek Katma Değer Vergisi Hesabı**

Devlet tarafından teşviki yapılan, yatırım mallarının ithal edildiğinde ödeme yapılması zorunlu olduğu halde ödeme yapılmayıp, fiilen indirilmesi olanaklı hale geleceği tarihe kadar ertelenen Katma Değer Vergisi ile imalatçı teşebbüslerin imal ettiği mallardan ihraç edilmesi koşuluyla ihracatçılara teslim edilen mallar sebebiyle hesaplanan ve düzenlenmiş olan fatura ve fatura olarak kullanılabilen belgelerde yasalara göre ihracatçılardan tahsilatı yapılamayan ve tümünün indirimine konu olmaması sebebiyle gelecek bilanço dönemlerine karar tacil olunan KDV'nin kaydının yapıldığı ve takip edildiği hesaptır (Yükçü, 2016: 752-753).

#### **3.4.2.7.2. Tesise Katılma Payları Hesabı**

Üçüncü şahıslar tarafından, işletmeye kayıtlı tesislerden faydalanmak maksadıyla tesis fiyatlarına katılma paylarının kaydedilerek takip edildiği hesaptır. Tesisin, onu kuran kuruluşun kayıtlarında maliyet değeriyle yer alması gerektiğinden alınan katılma payının tesisin yapım bedelinden düşülmesi uygun olmamaktadır. Bu sebeple alınan tesise katılma payları bu hesapta tutulacak, tesisin amortisman süresi içinde kâra aktarılacaktır. Tesisin maliyet bedeli üzerinden hesaplanan amortisman gideri böylelikle gelir tablosunda eşleşmekte ve amortisman gideri, dolaylı olarak, tesis katılma payı ile netleştirilmiş olmaktadır (Sevilengül, 2009: 581).

#### **3.4.2.7.3. Diğer Çeşitli Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Hesabı**

Yukarıda belirtilen hesaplar dışında yer alan diğer çeşitli yabancı kaynakların takip edildiği hesaptır (Karasioğlu, 2014: 492).

### **3.4.3. Özkaynaklar**

Özkaynak, işletmeye sahip kişinin ya da sahip olan kişilerin işletmeye sermaye diye getirdiği kıymetler ile işletmenin faaliyetleri sonucunda elde edilen ve daha işletmeden alınmamış, o dönemin kârı, evvelki dönemin dağıtılmamış kârları ve evvelki dönem kârlarından ayrılan yedekler ile yeniden değerlendirme artışları vb. kaynaklardır. Özkaynak hesaplarının bir bölümü öz kaynaktaki artışları, bir bölümü ise azalışları göstermektedir (Sevilengül, 2000: 504).

Bilanço günü itibarıyla işletme sahip veya sahiplerinin, işletmeye getirdikleri sermayeleri gösteren ödenmiş sermaye ile sermaye yedekleri, geçmiş yıllar zararları, geçmiş yıllar kârları, kâr yedekleri, dönem net kâr veya zararını kapsamaktadır. Bir başka söylemle sermayeye ek olarak işletmenin kendi çabaları sonucu elde ettiği kârlar, bu kârların dağıtılmayan kısımları, ayrılan yedekler ve ortaya çıkan zararları da kapsayan geniş bir kavramdır (Tanış ve Berikol, 2012: 202).

Farklı bir ifadeyle, bir işletmenin net aktiflerinden o işletmenin borç tutarlarının çıkarılmasıyla kalan tutar o işletmenin öz kaynağıdır. Lakin net aktifi hesaplanırken aktifte zarar ve ödenmemiş sermaye olması durumunda, bunlar varlık olmadığı için, bunların aktif toplamından düşülmesi, ayriyeten aktifle ilgili karşılıkların ve

amortismanların da varlıklar toplamından düşülmesi gerekmektedir (Küçüksavaş, 1997: 329). Özkaynaklar aşağıdaki gibi alt gruplardan oluşmaktadır (Lazol, 2008: 226).

- Ödenmiş Sermaye
- Sermaye Yedekleri
- Kâr Yedekleri
- Geçmiş Yıllar Kârları
- Geçmiş Yıllar Zararları (-)
- Dönem Net Kârı (Zararı)

### 3.4.3.1. Ödenmiş Sermaye

İşletme ortaklarının taahhüt ettikleri sermaye ile bu sermayeden daha ödemesi yapılmamış kısımlarının düşülmesinden sonra oluşan sermayeyi göstermektedir. Tek kişilik işletmelerde bu tür işlemler olmamaktadır. Tek kişilik işletmelerde sermaye taahhüdü diye bir işlem bulunmadığından sermaye hesabının bakiyesi ödenmiş sermayeyi göstermektedir. Ortaklık şeklinde olan işletmelerde ise ortakların taahhütleri ile ödemeleri arasında zaman farkı olabilmektedir. Çünkü büyük şirketlerde sermayenin tamamını hemen ödemek mümkün olmamaktadır (Kavak, 2005: 312). Özkaynaklar ile ilgili ödenmiş sermaye yardımcı hesapları şöyledir (Örten, 2000: 334).

- Sermaye Hesabı
- Ödenmemiş Sermaye Hesabı (-)

#### 3.4.3.1.1. Sermaye Hesabı

Şirket sahibi veya ortakları tarafından işletmeye koyulan veya işletmenin esas sözleşmesinde bulunan ve ticaret siciline tescili gerçekleştirilmiş olan sermaye tutarı bu hesapta takip edilmektedir. İşletmeyi kuran kişilerin işletmeye koydukları iktisadi değerlerin kaynağını oluşturan pasif bir hesaptır. Esasen sermaye hesabı, işletmeyi kuran kişilere olan borcunu göstermektedir. Bu borç en uzun vadeli borçtur ve işletmenin tüzel kişiliğinin tasfiyesi durumunda işletmeyi kuran kişilere ödenmesi gerekmektedir (Abdioğlu, 2016: 249).

#### 3.4.3.1.2. Ödenmemiş Sermaye Hesabı (-)

Bu hesap, işletmeye ayrılan veya ortaklar tarafından taahhüt edilen sermayenin henüz ödemesi yapılmamış olan bölümünü gösteren bir pasif düzenleyici aktif hesaptır. Bu hesabın esasen bir aktif hesap olmasına karşın pasifte bulunmasının nedeni üstlenmiş olduğu görevden kaynaklanmaktadır. Hesabın görevi, ortaklar tarafından vaat edilen sermayenin daha ödenmemiş bölümünü göstererek özkaynaklar grubunun ve dolayısıyla bilançonun net değer ile görünmesini sağlamaktadır (Abdioğlu, 2016: 250).

Aktif hesapların işleyiş kuralı gereği, işletmeyi kuran kişilerin işletmeye koymayı vaat ettikleri sermaye tutarı, işletmenin alacağını göstermek üzere bu hesabın borcuna yazılmaktadır. Vaat edilen sermayenin ödenmesi hâlinde ise hesaba alacak yazılmaktadır. Bu hesap borç kalanı vermektedir. Bu kalan işletmeye, işletme kurucuları tarafından taahhüt edilen fakat daha ödenmemiş sermaye kısmının toplam tutarını göstermektedir (Abdioğlu, 2016: 250).

### 3.4.3.2. Sermaye Yedekleri

Yedekler işletmede tutulan bir kâr kısmı olduğu için öz kaynakların bir unsuru olmaktadır ve bu niteliklerinden ötürü sahip veya hissedarların bunlar üzerinde hisseleri oranında sahiplik hakları bulunmaktadır. Sermaye yedekleri hesapları aşağıda sıralanmaktadır (Erol, 2008: 141):

- Hisse Senedi İhraç Primleri Hesabı
- Hisse Senedi İptal Kârları Hesabı
- MDV Yeniden Değerleme Artışı Hesabı
- İştiraklerden Yeniden Değerleme Artışı Hesabı
- Diğer Sermaye Yedekleri Hesabı

#### 3.4.3.2.1. Hisse Senedi İhraç Primleri Hesabı

Hisse senetlerinin çıkarılmasıyla birlikte primli olarak satılmasından kaynaklanan meblağların takibinin yapıldığı hesaptır (Gökçen, 2007: 325).

#### 3.4.3.2.2. Hisse Senedi İptal Kârları Hesabı

İşletme tarafından çıkarılmış olan ve sonrasında iptali gerçekleştirilen hisse senetlerinin değerlerine karşılık ödeme yapılması, iptal edilen hisse senetlerinin yerine daha önce çıkarılmış hisse senetlerinden sağlanan gelir eksikliğinin kapatılmasıyla arta kalan kısmın takip edildiği hesaptır (Erol, 2008: 142).

#### 3.4.3.2.3. M.D.V. Yeniden Değerleme Artışı Hesabı

Bu hesapta, işletmenin aktifinde yer alan duran varlıkların tekrar değerlendirilmesi neticesinde meydana gelen artışların pasifte yer alan karşılıkları takip edilmektedir. Tekrar değerlendirilen duran varlıklardaki artış bir nevi bilanço tarihindeki sermayenin para ile ifade etmesini sağlayan bir düzeltme yöntemi olmaktadır (Sevilengül, 2000: 511).

#### 3.4.3.2.4. İştiraklerden Yeniden Değerleme Artışı Hesabı

Şirketin iştirak ve bağlı olduğu ortaklıklar, yeniden değerlendirme yapar ve yeniden değerlendirme değer artışlarını sermayeye eklerse, bu aynı zamanda iştirak eden işletmenin de sermayesinin de artırılması manasına gelmektedir. Bu iştirak ve bağlı ortaklıkların yeniden değerlendirme değer artışlarının sermayeye dâhil edilmesi hâlinde bu tutarın takip edildiği hesaptır (Kavak, 2005: 318).

#### 3.4.3.2.5. Diğer Sermaye Yedekleri Hesabı

Yukarıda açıklanan hesapların dışında kalan diğer sermaye yedeklerinin takip edildiği hesaptır (15.01.2020, [www.gib.gov.tr](http://www.gib.gov.tr)).

### 3.4.3.3. Kâr Yedekleri

Yürürlükte olan mali mevzuat ve ana sözleşme gereği ya da firmanın yetkili kuruluşlarının (Yönetim Kurulu veya Genel Kurul) almış olduğu kararlar doğrultusunda

dağıtılmamış kâr ve yedekler bu hesap grubunda izlenmektedir. Kâr yedekleri hesapları aşağıdaki gibidir (Güçlü vd., 2006: 240).

- Yasal Yedekler Hesabı
- Statü Yedekleri Hesabı
- Olağanüstü Yedekler Hesabı
- Diğer Kâr Yedekleri Hesabı
- Özel Fonlar Hesabı

Yasa gereğince ayrılan yedek akçeler yasal yedekler hesabına alacak kaydedilmektedir. Yedek akçe ayırımı, genellikle Nisan ayında yapılan genel kurul veya ortaklar kurulu kararı ile kesinlik kazandığından, bu kayıtlar, Nisan ayında yapılmaktadır (Kishalı ve Işıklılar, 1998: 235).

Statü yedekleri hesabında, işletmenin kuruluşunda yapılan sözleşmedeki hükümler doğrultusunda kârdan ayrılan yedekler takip edilmektedir (Sevilengül, 2000: 517).

Olağanüstü yedekler hesabı, sermaye şirketlerinde genel kurul gereğince ayrılmasına karar verilen olağanüstü yedek akçeler ile dağıtılmayacak olan kârların takibi ve kontrol edilmesi için açılmış bir hesaptır (Erol, 2008: 144).

Diğer kâr yedekleri hesabı tanımlaması yapılmamış olan kârdan ayrılan diğer yedeklerin izlenilmesinde kullanılmaktadır. Şirketler bu hesap grubunda belirtilen hesapların kapsamında olmayan türden de yedek akçe ayrılabilir. İşte bu şekilde ayrılan yedekler, bu hesapta izlenmektedir (Özulucan vd., 2007: 661).

Özel fonlar hesabında, yasa gereği işletmede bırakılması ve tasarrufu mecburi olan fonlar ile diğer amaçlarla ayrılan fonlar takip edilmektedir (Karasioğlu, 2014: 502).

#### **3.4.3.4. Geçmiş Yıllar Kârları**

İşletmenin faaliyette bulunduğu geçmiş dönemlerinde meydana gelen kârlar bu grupta izlenmektedir. İşletmenin bir önceki faaliyet dönemindeki bilançosunda yer alan dönem net kârı hesabının alacağına bulunan meblağ hesap döneminin başında bu hesabın alacağına kaydı yapılırken, “590 Dönem Net Kârı Hesabı”nın borcuna kaydı yapılmaktadır. Hazineye yatırılan, sermayeye ilave edilen veya farklı bir sebeple kullanılan geçmiş yıllar kârları bu hesabın borcuna, ilgili hesapların alacağına yazılmaktadır. Hesap alacak kalanı vermesi durumunda bir sonraki hesap dönemine devredilmektedir (Toramanlı, 2008: 161).

#### **3.4.3.5. Geçmiş Yıllar Zararları (-)**

Geçmiş faaliyet dönemlerinde ortaya çıkan dönem net zararlarının takip edildiği hesaptır (Yükçü, 2016: 776).

Bu grupta borç kalanı vermesi sebebiyle aktifte yer alması gereken ancak işletmenin öz sermayesindeki azalmaların görülebilmesi için öz kaynak grubu içinde bir indirim faktörü olarak yer alan geçmiş yıllar zararlarının izlendiği hesaptır (Cemalcılar ve Erdoğan, 1997: 624).



### 3.4.3.6. Net Dönem Kârı (Zararı)

Dönem net kârı hesabı, firmanın faaliyet dönemine ilişkin vergi sonrası net kâr tutarının takip edildiği hesaptır. Dönem net zarar ise, firmanın faaliyet dönemine ilişkin net zarar meblağlarının takip edildiği hesaptır (Karasioğlu, 2014: 503).

Faaliyetlerini sürdüren işletmeler, bu faaliyetleri neticesinde kâr sağlayabilirler, bu durum hissedarların koymuş olduğu sermayeyi artırır ya da zarar durumu ortaya çıkarır ki bu da ortakların koymuş oldukları sermayenin azalmasına neden olan faktördür. İşletme gerçekleştirdiği faaliyetler neticesinde sağladığı gelirler ile bu gelirlerin sağlanması için katlanılan giderler arasındaki farktan vergi tutarı çıkarıldıktan sonraki tutara dönem net kârı (zararı) denilmektedir. Dolayısıyla net dönem kârı (zararı) hesabı gelir tablosundan bulunmaktadır. Hatta sermayedeki artış ya da azalışı gösterdiği için bilançoda özkaynaklar içerisinde de yer almaktadır (Çaldağ ve Ayanoğlu, 2002: 306).

#### **4. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR**

Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısına ilişkin temel teorik yaklaşımlar ile diğer teorik yaklaşımlar hakkında bilgiler sunulmuştur.

##### **4.1. Sermaye Yapısına İlişkin Geleneksel Yaklaşımlar**

Bir firmanın sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkili olup olmayacağı konusunda farklı görüşler ileri sürülmüştür. Firma sermaye yapısının pay senedi fiyatlarını etkilemesi durumunda sermaye maliyeti en düşük seviyeye indirilebilecek, piyasa değeri ise en üst düzeye çıkaracak bir finansman politikası izlenecektir (Türko, 1994: 461).

Sermaye yapısı yaklaşımı, firma borç/özsermaye kompozisyonunu değiştirerek firma değerini ve sermaye maliyetini dolayısıyla işletmenin kârlılığını etkiler mi sorusuna cevap aramaktadır. Bilindiği üzere, işletmelerin temel amacı özkaynakların net kârını ve firmanın piyasa değerinin maksimum düzeye çıkarmaktır. Bu amacı nasıl gerçekleştirebileceğine ilişkin dört geleneksel yaklaşım bulunmaktadır (Erdoğan, 2009: 251). Buna göre, firmaların sermaye yapısı ile ilgili dört temel yaklaşım aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir (Berk, 2002: 298):

- Net gelir yaklaşımı
- Net faaliyet geliri yaklaşımı
- Geleneksel yaklaşım
- Modigliani-Miller yaklaşımı

Bu yaklaşımların tamamı belirli temel varsayımlardan hareket etmektedir. Söz konusu varsayımlar aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Berk, 2002: 298):

- Gelir vergisi söz konusu değildir fakat bu varsayımın daha sonra kaldırıldığı da belirtilmelidir.
- İşletme, sağlanan kârların tümünü kâr payı olarak dağıtmaktadır.
- İşlemler, herhangi bir maliyete neden olmamaktadır.
- Şirketin faiz ve vergiden önceki kârı sabittir.
- Şirketin faaliyet riski sabittir.

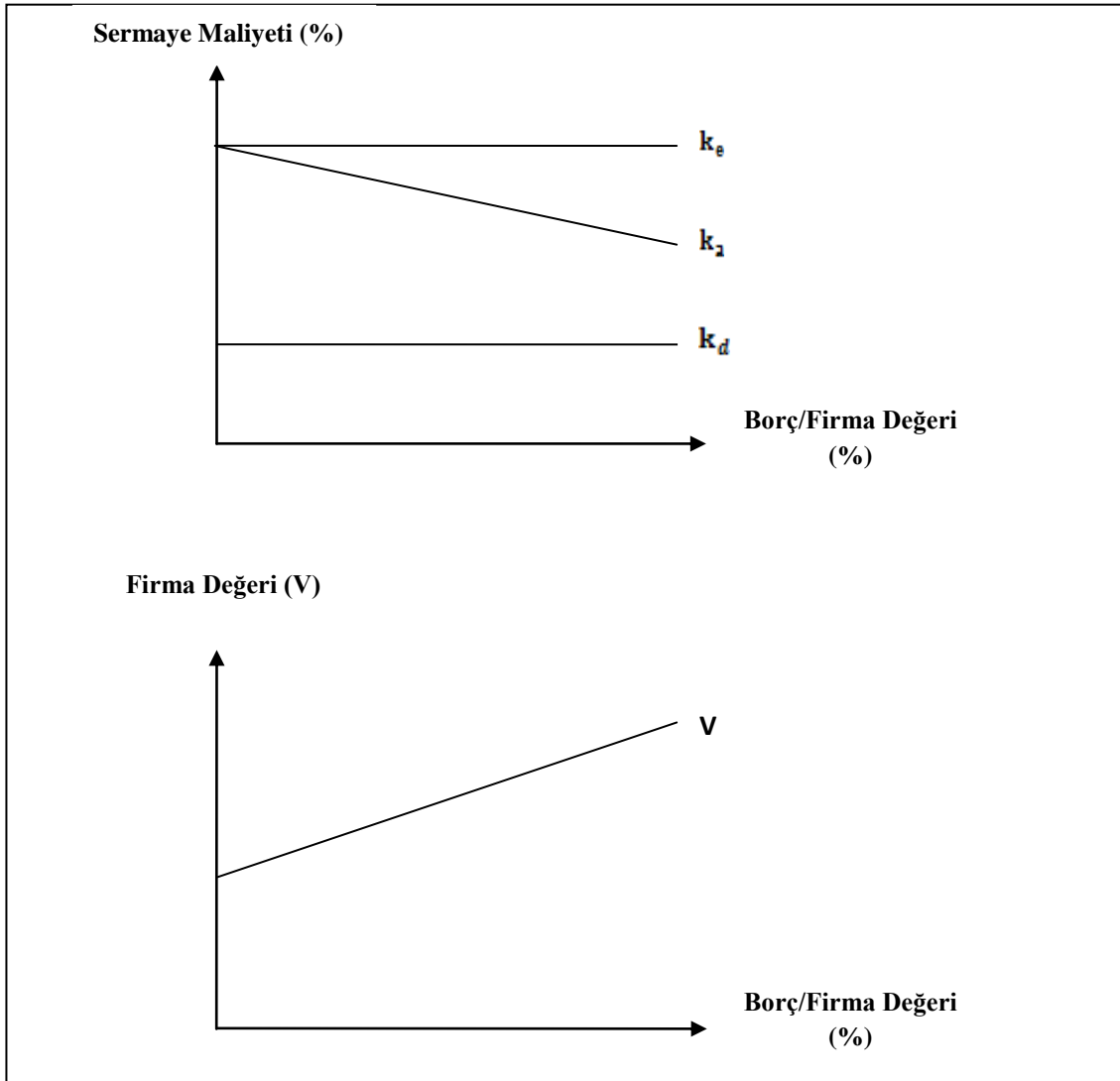
Borç ve özkaynak elemanlarının ayrı ayrı maliyetleri en aza indirildiğinde toplam sermaye maliyeti de minimum olmakta ve bu pazara yansiyarak firmanın pay senetlerini maksimum yapmakta, haliyle firmanın değeri maksimum olmaktadır. Bu yaklaşımların ana konusu firmanın borç öz kaynak oranı değişimlerine göre firma değerinin artıp artmayacağıdır (Ceylan, 2003: 425). Bu kapsamda ilk olarak net gelir yaklaşımı olmak üzere, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve modigliani-miller yaklaşımı incelenmiştir.

##### **4.1.1. Net Gelir Yaklaşımı**

Bu yaklaşım, hem işletmenin piyasa değerinin hem de işletmenin toplam sermaye maliyetinin borçlanma düzeyinden etkileneceğini savunmaktadır (Erdoğan, 1997: 409). Diğer bir deyişle, bu yaklaşım bir firmanın değerinin tespit edilmesinde kaldıraç unsurunun tesirini en fazla dikkate alan yaklaşım olarak tanımlanabilmektedir. Bu yaklaşım, bir firmanın sermaye yapısını değiştirerek, sermaye maliyetini

azaltmasının mümkün olduğu dolayısı ile piyasa değerini artırma imkânının var olduğunu ifade etmektedir (Akgüç, 1994: 487).

İşletmenin sermaye yapısındaki öz sermayeye kıyasla maliyeti daha düşük olan borcun artırılması sermaye maliyetini azaltırken pay senedinin değerini artırmaktadır. Bu yaklaşıma göre, borçlanma maliyetinin artması özkaynak maliyetini etkilememektedir. Buna göre firmaların kaldıraç oranının artırmasıyla, yatırımcıların ve borç verenlerin gözünde işletmenin riski artmamaktadır. Bu nedenle borç düzeyinin artması borç ve öz sermaye maliyetini etkilemektedir (Erdoğan, 1990: 211). Şekil 4.1’de net gelir yaklaşımı görsel olarak ifade edilmiştir.



Şekil 4. 1. Net Gelir Yaklaşımı (Ercan ve Ban, 2014: 228)

Net gelir yaklaşımı, sermaye yapısının içinde bulunan borcun payının artmasıyla firma değerinin artacağını ifade etmektedir. Bu yaklaşım, sermaye yapısının, borç ve öz kaynak maliyetlerine etkide bulunmadığı ve daima sabit olduğunu kabul etmektedir. Borç düzeyinin artmasıyla, “ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ )” azalmaktadır. “ $k_a$ ”, borç olmaması durumunda “öz sermaye maliyeti” olan  $k_e$ ’ye, borç düzeyinin

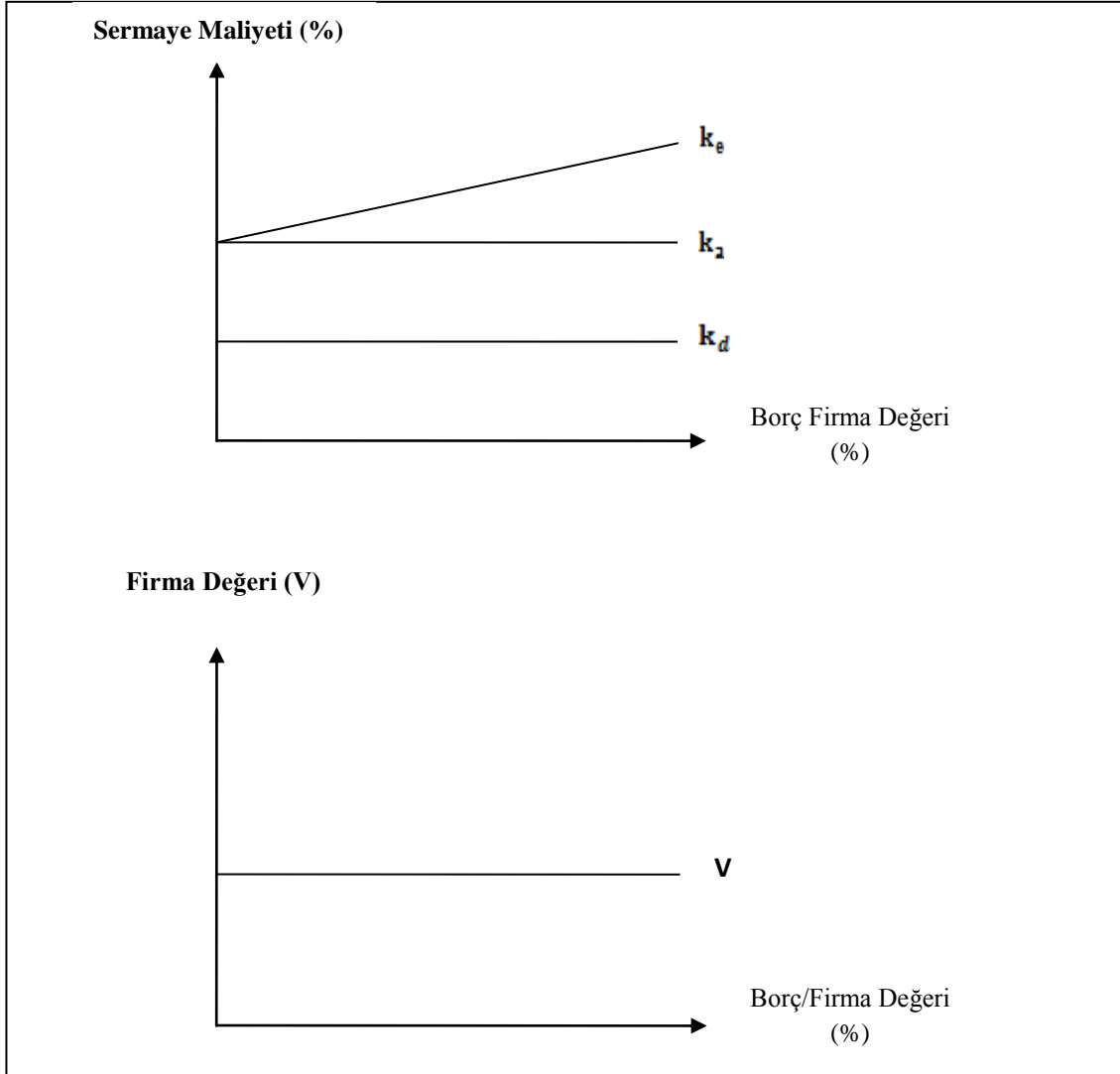
yüzde yüz olması durumunda borcun maliyeti " $k_d$ "ye eşit olmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 228).

Bu yaklaşıma göre, sermayeyi oluşturan bütün bileşimlerde, borçlanma maliyetinin öz kaynak maliyetinden daha düşük olduğu ve kaynak maliyetlerinin borçlanma düzeylerine göre değişmediğini ileri sürmektedir. Bu sebeple işletmenin kaynak yapısındaki değişiklikler borçtan yana olması hâlinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve işletmenin değeri yükselmektedir. İşletme değerinin yüksek olması, öz kaynak maliyeti ile borçlanma maliyeti arasındaki farkın yüksek olması ve toplam kaynaklar içinde borç oranının ağırlığının artması ile gerçekleşmektedir. Bu yaklaşımda işletmenin borca girmesi mali riskini yükselteceği ve dolayısıyla tekrar borç alması durumunda maliyetinin artacağı ve öz kaynak sağlayanların da daha fazla getiri isteyecekleri önemsenmemektedir (Aydın vd., 2009: 279).

#### **4.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı**

Bu yaklaşım, firmanın sermaye maliyetinin, borç özkaynak değerinin ne olduğu fark etmeksizin sabit kaldığını varsaymaktadır. Bununla beraber, firmanın borç seviyesi artarken, öz kaynağın maliyeti de artmaktadır. Firmanın borç oranı yükseldikçe firmanın riski de yükseleceğinden hissedarların yatırdıkları sermayeye, yüksek risk düzeyinde, yüksek getiri oranı istemeleri bu yaklaşımın temelini oluşturmaktadır. Bu yaklaşım, öz kaynak maliyetindeki artışın, borç sermaye maliyetindeki düşmeyle ortadan kalkacağını ve neticede ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit kalacağını varsaymaktadır (Okka, 2009: 426).

Net faaliyet geliri yaklaşımı Şekil 4.2'de gösterildiği üzere yabancı kaynak maliyeti sabit kaldığı süre boyunca, özsermaye maliyeti, borç/özsermaye oranının doğrusal fonksiyonudur. Bu sebeple, yabancı kaynak kullanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürme imkânı yoktur. Bu yaklaşıma göre, işletmeler için sadece bir tane optimal sermaye yapısı bulunmamaktadır. Sermaye yapısında değişiklik yapılması, ortalama sermaye maliyetini azaltmak ve işletmenin piyasa değerini yükseltmek olası bir durum değildir, işletme için bütün sermaye yapıları "optimal"dir (Ceylan, 2000:185). Şekil 4.2'de net faaliyet geliri yaklaşımı görsel olarak ifade edilmiştir



Şekil 4. 2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri (Ercan ve Ban, 2014: 231).

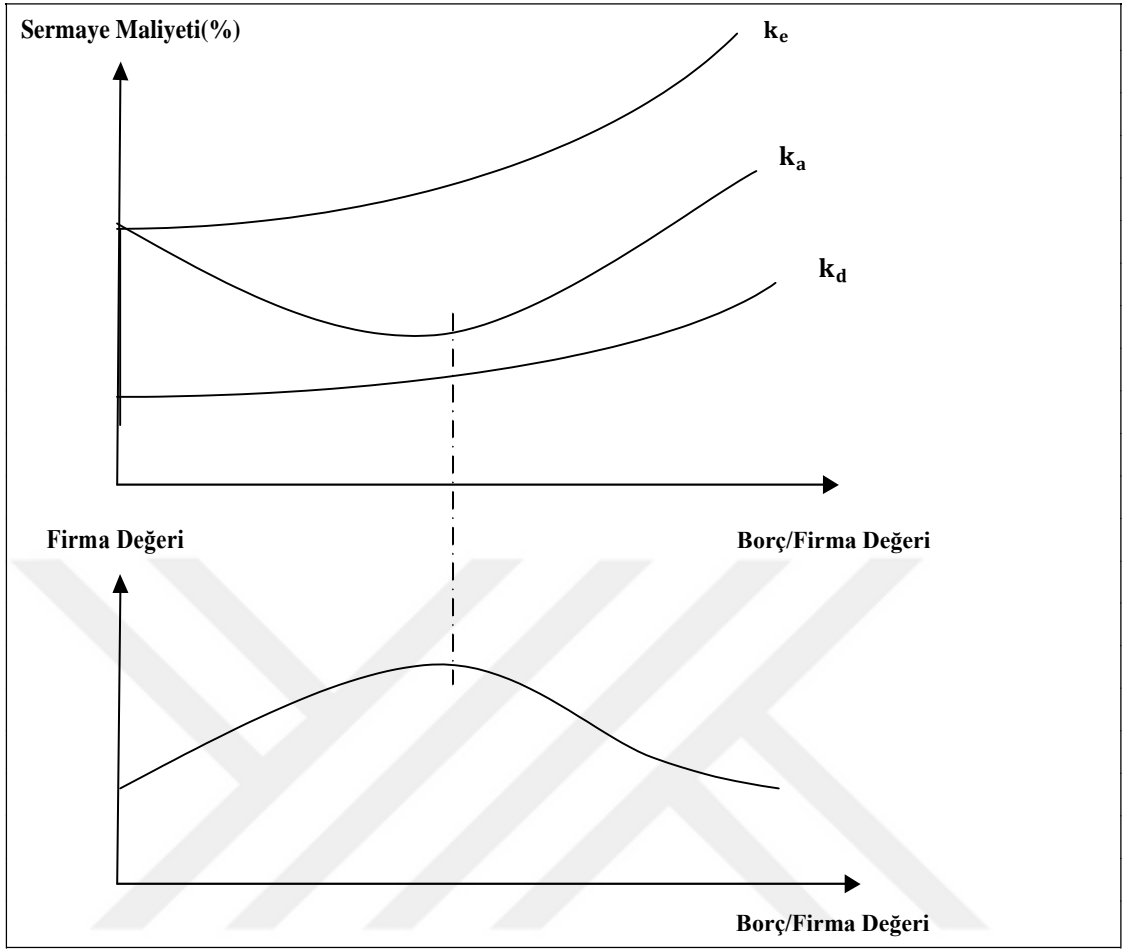
Bu yaklaşımda, firmalar borçlanmaya daha fazla yöneldikçe, özsermaye maliyetinin artacağı kabul edilmektedir. Fakat özsermaye maliyetindeki artış, borçlanma maliyetinin azalışı ile giderileceğinden, sermayene olursa olsun, ortalama sermaye maliyetinde bir değişim olmayacaktır. Bir başka ifadeyle, ortalama sermaye maliyetinden daha düşük maliyetli yabancı kaynağının temin edilmesi, özsermaye maliyetini artırmakta ve ortalama sermaye maliyetinde bir değişim olmamaktadır. Yabancı kaynak maliyetinin düşük olmasından sağlanan fayda, özsermaye maliyetindeki artış ile ortadan kalkacaktır (Ceylan, 2000:185).

Net faaliyet geliri yaklaşımındaki en önemli eksiklik, borçlanma seviyesinin artması sonucunda, borçlanma maliyetinin değişmediğinin benimsenmesidir. Başka bir deyişle finansal risk seviyesinin değişmeyeceği varsayımdır. Faaliyetini normal olarak devam ettiren bir firmanın, borçlanma seviyesi arttıkça, kredi sağlayanların emniyet marjı azalmakta, böyle bir durumda ise borçlanmanın daha yüksek faiz oranından gerçekleşebilmektedir. Bu yaklaşımda bir eksik yön daha bulunmaktadır, borçlanma oranının yükselmesiyle mali riskin artması ile uyumlu olarak öz kaynak maliyetinin de aynı oranda artacağı beklentisidir (Aydın vd., 2009: 280).

### **4.1.3. Geleneksel Yaklaşım**

Bu yaklaşımda, finansal yapının optimal olarak kabul edildiği seviyedeki yabancı kaynak kullanımı ortalama sermaye maliyetini düşürecektir. Bunun sebebi, öz kaynak maliyetinin yabancı kaynak maliyetinden yüksek olmasıdır. Buna göre, optimal finansal yapıya ulaşıncaya kadar yabancı kaynak maliyeti sabittir. Fakat optimal nokta aşılnca finansman riski yükselmekte, öz kaynak ve yabancı kaynak maliyetleri hızla artmaktadır. Bu durumda ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir (Pamukçu, 1999: 275).

Geleneksel yaklaşıma göre, dış kaynak kullanımının giderek artmasıyla borç verenlerin gözünde işletme riskli bir hâl almakta ve bu durum bir noktadan sonra artık borç vermek istememelerine neden olmakta veya daha yüksek faiz oranı üzerinden borç vermek istemelerine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra borç oranında artış yaşanmasıyla yatırımcılar da “fiyat/ kazanç oranı”nı diğer koşullarda bir değişme olmadan cezalandırmak isteyebilmektedir. Başka bir anlatımla, risk yükseldiği için yatırımcıların talep edecekleri verim oranı artmakta ve dolayısıyla işletmenin piyasa değeri düşmeye başlamaktadır (Erdoğan, 2009: 252). Şekil 4.3’te geleneksel yaklaşım görsel olarak ifade edilmiştir.



Şekil 4. 3. Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Yapısı ve Firma Değeri (Karakuş, 2012: 32).

Bu yaklaşıma göre, optimal borç-öz kaynak bileşimi, ortalama sermaye maliyetini en aza indirmektedir. Bu nedenle firmalar bu bileşimi uzun zamanda gerçekleştirme ve koruma yoluna gitmektedir. “Net gelir” ve “net faaliyet geliri” yaklaşımlarının arasında bulunan bu yaklaşım, yukarıda bahsedilen yaklaşımların bir uzlaşmasıdır (Bolak, 2010: 261).

#### 4.1.4. Modigliani- Miller (MM)Yaklaşımı (İlgisizlik Yaklaşımı)

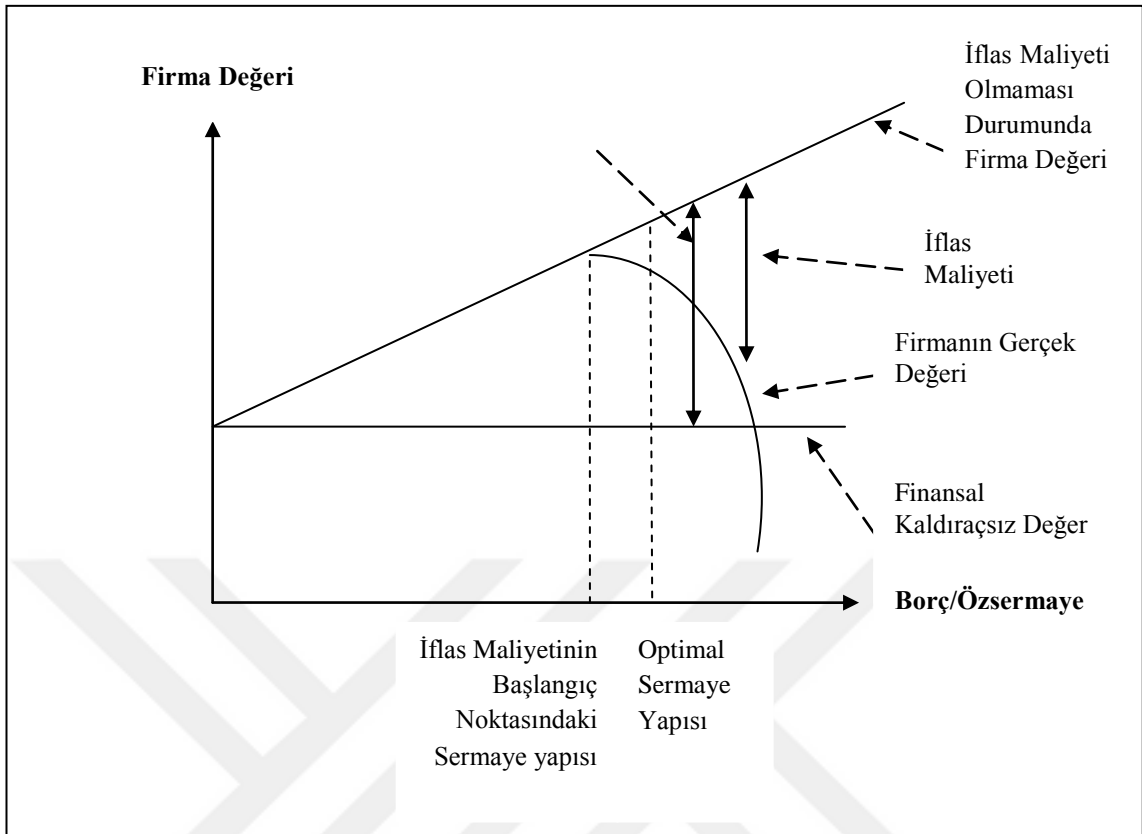
Bu yaklaşım, aktif sermaye piyasalarının bulunduğu ortamlarda firmaların sermaye yapılarıyla firma değeri arasında herhangi bir ilişki bulunmadığını savunmaktadır. Bu yaklaşım, firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve firma değerini tespit eden unsurların risk ve getiri olduğunu ileri sürmektedir. Modigliani- Miller’e göre, etkin piyasalarda işlem gören ve aynı faaliyet riskine sahip iki firmanın finansal varlık fiyatlarının birbirinden farklı olması mümkün değildir. Farklılık oluşması durumunda, arbitraj mekanizması devreye girerek nispeten pahalı olan varlığın satılması fiyatı düşük olan varlığın ise satın alınması ile her iki varlığın fiyatları eşitleninceye kadar arbitraj süreci devam etmekte ve söz konusu dengesizlik giderilmektedir (Poyraz, 2008: 438).

Modigliani- Miller yaklaşımı bazı temel varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Akgüç, 1994: 498);

- Tam rekabet şartları sermaye piyasalarında geçerliliğini sürdürmektedir. Daha belirgin bir ifadeyle, sermaye piyasasını kapsayan bütün bilgiler bir bedel ödmeden birikim sahipleri tarafından rahat bir şekilde temin edilmekte, piyasada gerçekleşen işlemler başka giderlere gerek duymamakta, bütün menkul kıymetler en ufak kısımlara kadar ayrılabilen birikim sahipleri rasyonel bir tutum sergilemektedir.
- İleri dönemlerde temin edileceği düşünülen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler ile cari dönemdeki faaliyet gelirinin olasılık dağılımı aynıdır.
- Ortak risk kategorileriyle işletmeler gruplandırılabilir. Bütün ortak risk kategorisinde yer alan işletmelerin “iş riski”, bir başka ifade ile işletmenin gelecekte beklediği gelirlerin sağlanamama olasılığı aynıdır.

Modigliani- Miller’in, net gelir yaklaşımına karşı ileri sürdüğü temel iddia arbitraj işlemleridir. İki adet eşit risk düzeyindeki öz kaynak ile finanse edilmiş firmanın bir miktar borç ile finansman edildiğini varsayalım. Net gelir kuramına göre bu firmaların değeri artması ve pay senetlerinin piyasa değerinin de yükselmesi gerekmektedir. Bu koşullar altında Modigliani- Miller’e göre, yatırımcı yükselen pay senetlerinin satışını gerçekleştirmekte ve öz kaynak ile finanse edilmiş firmanın senetlerini satın alıp, fazla fonları başka bir yatırımda kullanmaktadır. Bu maliyetsiz alım-satım işlemi nedeniyle, yatırımcının riskini yükseltmeden beklediği getiri oranını artırması olası görülmektedir. Bu şekilde yatırımcı kendi kişisel borç/ öz kaynak yapısını oluşturabilmektedir. Bu nedenle bu iki şirketin pay senetlerinin değerleri, arbitraj işlemleri nedeniyle, birbirine eşit seviyeye gelmektedir. Arbitraj işlemlerinin çok süratli bir biçimde bu eşitlenmeyi sağladığı kabul edilmektedir. Bu sebeple MM, verginin olmadığı mükemmel pazarlarda firmanın değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu kanaatine varmıştır (Ceylan, 2003: 428). Şekil 4.4’te Modigliani-Miller (MM) yaklaşımı görsel olarak ifade edilmiştir.



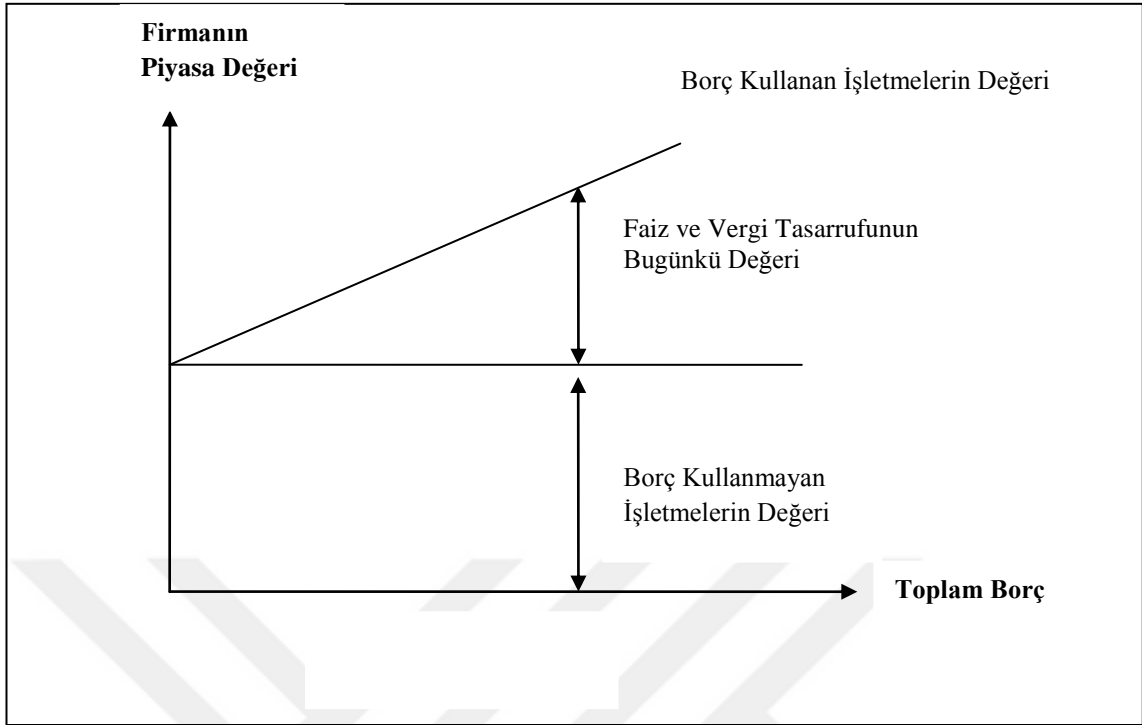


Şekil 4. 4. Modigliani-Miller Yaklaşımı (Poyraz, 2008: 439)

Bu yaklaşım, aşağıda belirtilen durumlar sonucunda sermaye yapısındaki değişmelerin, işletme değerini etkilemeyeceği şeklinde önermede bulunmuştur (Aydın vd., 2009: 178).

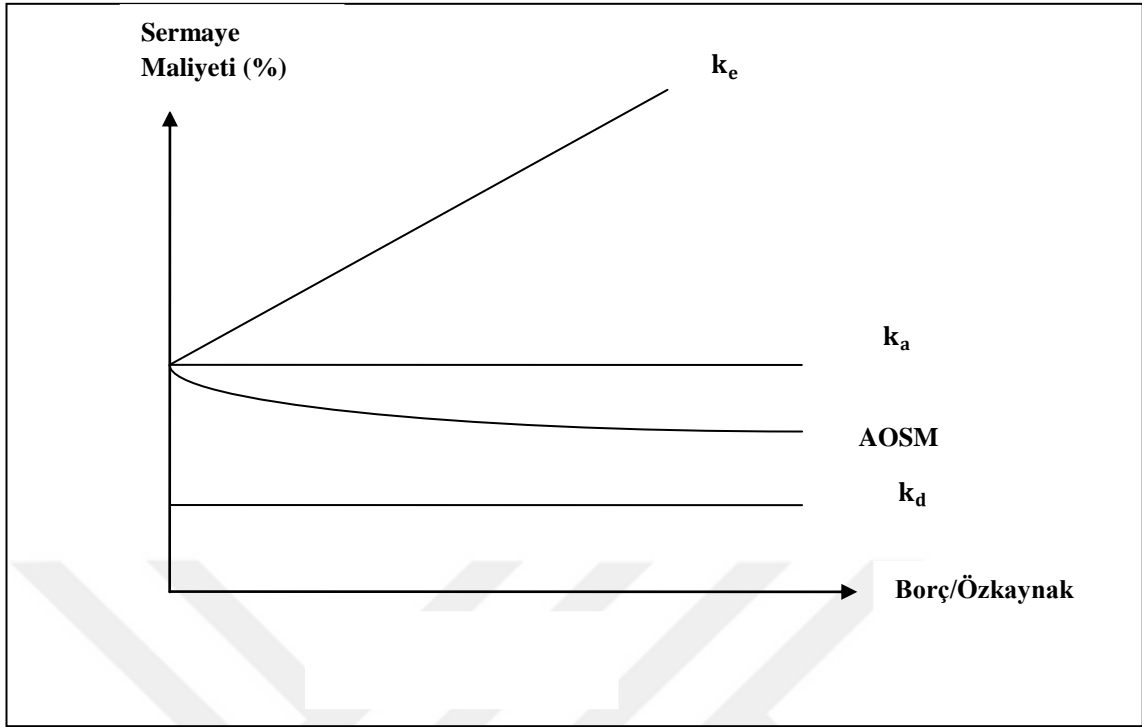
- Yatırımcılar risk ve getiri konusunda dikkatlidirler.
- Vergiler yoktur.
- İflas maliyetleri bulunmamaktadır.
- Menkul kıymet ihraç etmede veya borç alıp vermede herhangi bir maliyet söz konusu değildir.
- İşletmelerin yatırım beklentileri konusunda yatırımcılarda homojen beklentiler söz konusudur.
- Tüm yatırımcılar menkul kıymet alım satımında herhangi bir gidere katlanmamaktadır.
- Sermaye piyasası ile ilgili bilgiler bedelsiz olarak tasarruf sahiplerine eşit bir şekilde sağlanmaktadır.

Modigliani-Miller ilgisizlik önermelerinden sonra kurumlar vergisinin dâhil olduğu modellerini 1963 yılında yayınlamışlardır. Vergi kalkını göz önüne alındığında, firmanın borç oranının artması firmanın değerini de artırmaktadır. Modigliani-Miller tarafından vergilerin eklenmesi ile oluşturulan yaklaşımda sermaye yapısının tamamının yabancı kaynak ile sağlanması firma değerini maksimum seviyeye çıkarmaktadır (Modigliani ve Miller, 1963: 436, Aktaran, Ay, 2018: 15). Şekil 4.5'te MM yaklaşımına göre kurumlar vergisinin göz önünde bulundurulduğu ortamda firmanın piyasa değeri görsel olarak ifade edilmiştir.



Şekil 4. 5. MM Yaklaşımına Göre Kurumlar Vergisinin Göz Önünde Bulundurulduğu Ortalama Piyasa Değeri (Ross vd., 2003: 581)

Şekil 4.5'te görüldüğü üzere faiz vergisi kalkanı sebebiyle toplam borç arttıkça firmanın değeri de artacaktır (Ross vd., 2003: 581). Şekil 4.6'da MM yaklaşımına göre kurumlar vergisini göz önünde bulundurulduğu ortamda borç, özkaynak ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinin davranışları görsel olarak ifade edilmiştir.



Şekil 4. 6. MM Yaklaşımına Göre Kurumlar Vergisinin Göz Önünde Bulundurulduğu Ortalama Borç, Özkaynak ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Davranışları (Ross vd., 2003: 583).

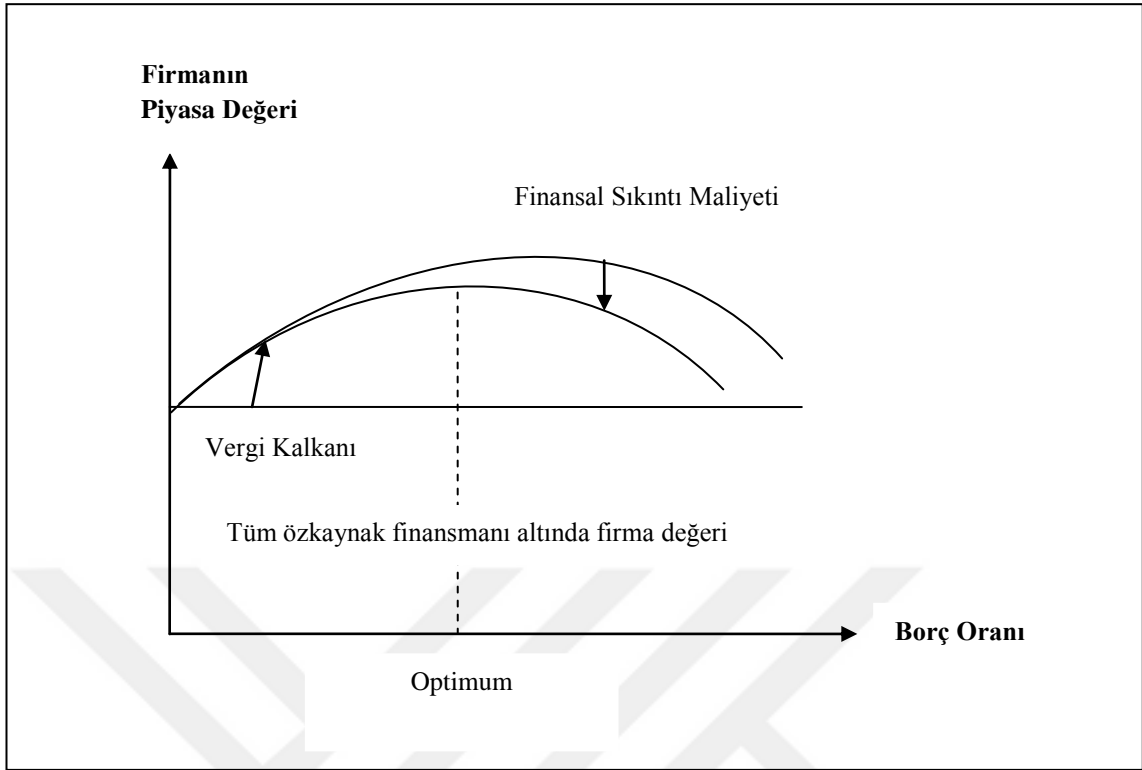
Borç/ Özkaynak oranı arttıkça, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)'nin azaldığı görülmektedir. Bu durum, firma ne kadar fazla borç kullanırsa, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin o derece azaldığı görülmektedir (Ross vd., 2003: 582).

#### 4.2. Sermaye Yapısına İlişkin Modern Yaklaşımlar

Sermaye yapısına ilişkin modern yaklaşımlara bu başlık altında yer verilmektedir.

##### 4.2.1. Dengeleme (Ödünleşme) Yaklaşımı (Trade-off Theory)

Bu yaklaşım, firmaların borçlanma yöntemiyle finansman sağlamanın pay senedi ihraç edilmesiyle finansman sağlamlarına tercih edilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu yaklaşım, borçla sağlanacak olan finansmanın faydası ile borçla sağlanan finansmanın maliyetinin dengelendiği optimal bir finansman yapısının sağlanması düşüncesine dayanmaktadır (Değirmen ve Gündoğdu, 2010: 4). Şekil 4.7'de dengeleme yaklaşımı görsel olarak ifade edilmiştir.



Şekil 4. 7. Sermaye Yapısının Dengeleme Yaklaşımı (Myers, 1984: 557).

Dengeleme yaklaşımı, sermaye yapısında amaçlanan bir borç oranının olduğunu kabul etmektedir. Firmanın borç kullanma seviyesi yükseldikçe, borcun vergi avantajına bağlı olarak başlangıçta firma değeri yükselmektedir. Fakat borç seviyesindeki yükselme finansal sıkıntı maliyetlerini yükselttiğinden, borç kullanmanın sağladığı vergi tasarrufu finansal sıkıntı maliyetlerinin artışı ile dengelenmektedir. Firma optimal borç düzeyinden daha çok borçlanırsa vergi avantajı kaybolmakta, “finansal sıkıntı” ve “iflas maliyeti” ise giderek yükselmektedir (Şamiloğlu ve Akgün, 2012: 340).

Dengeleme yaklaşımında, firmanın özkaynak ve borç arasındaki tercihi, firmanın borçlarından elde ettiği yarar ile sebebiyet verdiği zarar arasında denge bulunmaktadır. Borçlanmanın, ödenen faizin vergi matrahından düşürülmesi sebebiyle sağladığı vergi tasarrufu ile yöneticilere finansal disiplin sağlaması gibi üstünlükleri olmakla birlikte, aşırı borçlanma sebebiyle finansal sıkıntı oluşması, hissedarlar ile yöneticiler arasında oluşabilecek vekalet maliyetleri gibi dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Bu sebeple firmalar borçlanmanın getireceği fayda ile maliyetler arasında denge sağlamalıdır (Boz, 2016: 43).

#### 4.2.2. Finansal Hiyerarşi Yaklaşımı (The Pecking-Order Theory)

Finansman kararlarını ters seçim sorununun belirlendiği finansman hiyerarşisi teorisine göre, özkaynak en son finansman kararı olacaktır. Özkaynak ihracında oldukça ciddi bir ters seçim sorunu varken borç ihracında hafif derecede, dağıtılmayan kârlarda ters seçim sorunu yoktur. Borç ve özkaynak artışının her ikisinde de bir ters seçim risk primi bulunurken dışarıdaki bir yatırımcı yönünden çok daha riskli görünen öz kaynağın risk primi daha fazladır. Bu yüzden de dışarıdaki bir yatırımcı, özkaynak için borcun

getirisinden daha fazla bir getiri bekleyecektir. Firma içinden bakılacak olursa da dağıtılmayan kârlar, borçtan daha iyi, borç ise özkaynaktan daha iyi bir kaynak olacaktır. Buna göre, firma tüm projelerini mümkünse dağıtılmamış kârlarla finanse edecektir. Dağıtılmayan kârların miktarı yeterli gelmezse borç finansmanı kullanılacaktır. Böylece, normal faaliyetini sürdüren bir firmaya özkaynak ihracı yoluna gidilmeyecek ve finansman açığı, net borç ihracına eşit olacaktır (Yiğit, 2016: 56).

Firmaların ne kadar borç ne kadar sermaye kullanacağını ve bunları hangi sırayla kullanacağını açıklayan bir teoridir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, finanslama şu sırayla yapılacaktır (Gürsoy, 2012:590-592):

1. Dağıtılmamış kârlar
2. Az riskli borç
3. Riskli borç
4. Yeni pay senedi ihracı

Kısaca, firma ile yatırımcıların aynı seviyede bilgiye sahip olmamaları öngörüsüyle, firmanın ihraç edeceği pay senetlerinin düşük fiyatlandırılacağı beklentisi, firmanın borç kapasitesinin dolması gibi etkenler, firmanın öncelikle iç kaynağa yönelmesine yol açmaktadır. İç kaynakların yetersiz olduğu durumda ise firma, sırasıyla az riskli borçlanma, yüksek riskli borçlanma ve sermaye artırımı yoluyla kaynak ihtiyacını karşılayabilmektedir (Boz, 2016: 53).

#### **4.2.3. Vekâlet (Temsil) Yaklaşımı (Agent Theory)**

Firmalar, değişen ve gelişen pazar şartlarına uyum sağlamak maksadıyla işe alımlarda uzman personele daha çok önem vermektedir. Firmaların kuruluş yapılarının değişmesiyle yönetici, ortaklar ve firmaya borç sağlayanlar gibi menfaat grupları arasındaki ilişki daha çözülemez bir hâl almıştır. Dolayısıyla firmanın yönetilmesinde firmanın sahipleri adına uzman yöneticilere yer verilmesi, buna göre ilave maliyetlerin ve menfaat kavgalarının oluşmasına sebep olmuştur (Yükeri, 2009: 33).

Firmaların asıl amaçlarından biri firma değerini maksimum kılmaktır. Ancak firma yöneticileri firma değerini arttırmak yerine kendi pozisyonlarını güçlendirmek amacıyla serbest nakit akışlarının var olduğu durumlarda özsermaye sahiplerine kâr payı ödemesi yapmayarak (oto finansman yönetimi kullanarak) ne derece az yabancı kaynak kullanırlarsa firmaya fon sağlayan yabancı kaynak sahiplerinin denetiminden o derece kurtulmuş olmaktadır. Firma yöneticilerinin kendi pozisyonlarını korumak amacıyla borçlanma yoluna gitmemeleri ve bu gidişatı önlemek için ortaya çıkan maliyetlere öz sermayenin vekâlet maliyeti denir. Bu maliyeti düşürebilmenin yolu da işletmenin borçlanma oranını yükseltmektir. Fakat işletmenin mevcut olan yabancı kaynak sahiplerinin iflas riskini artırmaktadır. Öz sermaye sahiplerinin kendi konumlarını korumak adına borçlanma yoluna gitmeleri ve bu durumun önüne geçmek için ortaya çıkan maliyetlere yabancı kaynağın vekalet maliyeti denilmektedir (Günay, 2015: 458).

Yöneticiler hissedarları temsil etmekle görevlidir. Dolayısıyla, alacaklıların zarara uğramasına neden olsa da hissedarların yararına karar vermeye yönelmektedirler. Alacaklılar bunun önüne geçmek için de, yöneticileri kontrol altında tutmak için birtakım tedbirler almaktadırlar. Bu tedbirlerin içerisinde en mühim olanı borç sözleşmesinde yer alacak şekilde firmanın mali riski veya faaliyet riskini yükseltme imkânını son derecede düşüren bağlayıcı hükümlerdir. Bahsedilen hükümler, genellikle

firma sermayesini gözeten, yeni varlık alımları, temettü ödemeleri, yönetici maaşları ve yeni borçlanmaya ise sınır getiren hükümlerdir. Bu bağlayıcı hükümler sebebiyle alacaklılar firma yöneticilerini kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebilmekte ve denetleyebilmektedir. Bunun neticesinde de hissedarlara yapılacak ödemelerde azalma meydana gelmektedir. Bu azalmaya, borçların neden olduğu temsilcilik maliyetleri denir. Firmanın borcu ne kadar çok olursa temsilcilik maliyetleri de o kadar çok olacaktır (Gürsoy, 2012: 590).

#### **4.2.4. Bilgi Asimetrisi (Çarpıklığı) Yaklaşımı (Information Asimetry Theory)**

Yöneticiler, firmanın kârlılığı ve riski için bazı bilgileri dış kullanıcılara aktarmak için sermaye yapısındaki değişiklikleri birçok kez kullanırlar. Sinyal teorisi, iç kullanıcıların dış kullanıcılardan daha fazla şey bildiği fikri üzerine kuruludur. Bu sebeple, yöneticiler, firmanın kârlılığı ve riski için bazı bilgileri dış kullanıcılara aktarmak istemektedirler. Bunu direkt olarak yapmaları durumunda kuşku uyanabilmesi nedeniyle doğru bir yaklaşım olarak değerlendirilmemektedir. Bu nedenle, finansal politikalar aracılığıyla yatırımcılara sinyal gönderirler (Markopoulou ve Papadopoulos, 2009: 220).

Bilgi asimetrisi kuramı, işletme yöneticilerinin işletmenin yatırım fırsatlarına ya da nakit akışlarına ilişkin veya içeriden ticaretle uğraşanların kamuya açık olmayan bilgilere sahip olmasıdır. Böyle bir durumda, işletmenin dışında bulunan menfaat grupları, firma yöneticilerinin borçlanma yoluna giderek veya pay senedi ihraç etme ve benzeri tutumlarından firmanın gidişatı ile alakalı çıkarımda bulunarak, firma yöneticileri ile aralarında olan bilgi noksanlığını en aza indirmeye çalışmaktadır (Yakar, 2011: 117).

Asimetrik bilgi yaklaşımı ile ilgili sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 243);

- Firmalar amortismanlar ve dağıtılmamış kârlar gibi, firmanın içerisinden yaratılan fonlarla finansman sağlamaktadırlar
- Firmalar, hedefledikleri kâr payı oranlarını belirlerken, ileride beklenen yatırım olanaklarını ve ileride beklenen nakit akımlarını dikkate almaktadırlar.
- Kâr payları kısa süreli faaliyetlerle yakından ilgilidir. Firmalar kâr payı ödemelerinde ve özellikle kâr payı azaltılmasında büyük değişikliklerin yapılmasını arzu etmemektedirler.
- Firmalar, çok fazla dağıtılmamış kârlara sahipse, bu kârları ya pazarlanabilir menkul kıymetlere yatıracak ya da borçlarını ödeyecektir. Fakat firmanın, ertelenemeyen yeni yatırım projelerinin finanse edilmesinde dağıtılmamış kârların yeterli olmaması, firmanın portföyündeki pazarlanabilir menkul kıymetlerinden sağlanmaktadır.
- Firma için eğer dış finansman gerekiyorsa, firma önce borca, sonrasında pay senedine dönüştürülebilir tahvil ihracına ve en son yeni pay senedi ihracına başvurmaktadır.

#### **4.2.5. Vergi Faktörü Yaklaşımı**

Vergi faktörü yaklaşımını geliştirenlere göre, firmalar borçlanmayla fon sağlamayı tercih ettiklerinde ödenen giderler vergiden indirilerek vergi avantajı sağlanmakta ancak firmanın kâr payı ödemelerinde benzeri bir avantajı

sağlanmamaktadır. Bu nedenle, firmalar borçlanma yoluna gitmektedirler. Bu duruma finans literatüründe “vergi kalkanı” adı verilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 240).

Firmalar borç dışında da bazı vergi kalkanlarına sahiptirler. Bu vergi kalkanları içerisinde amortismanlar ve yatırımlardan indirimler yer almaktadır. Ancak, borç dışında kalan vergi kalkanının yüksek olması nedeniyle borçtan sağlanacak olan vergi tasarrufu önemini yitirecektir (Yurttadur, 2009: 69).

#### **4.2.6. Finansal Sıkıntı Maliyeti Teorisi (Financial Distress Costs Theory)**

Firmalar belli bir sermaye yapısına kadar vergi avantajı sayesinde firma değerini arttırabilirler de belli bir noktadan sonra sabit ödeme yükümlülüklerini gerçekleştiremediklerinde iflas riski ile karşılaşabilmektedirler. İflas riskinin artmasıyla yabancı kaynak kullanımının maliyeti de artmaktadır. Firmaların sabit yükümlülüklerini gerçekleştirememeleri halinde ortaya çıkacak iflas maliyetleri ve varlıkların değerinde oluşacak değer kayıpları finansal sıkıntı maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Özellikle getirilerinde değişkenlik olan firmaların iflas riskiyle karşılaşma olasılığı fazla olduğu için daha az yabancı kaynak kullanmaları gerekmektedir. Benzer durumda, iflasın gerçekleşmesiyle varlıkların gerçek değerlerinden çok düşük fiyatlar nedeniyle likiditesi çok düşük olan firmaların finansman kararlarında çok fazla yabancı kaynak kullanmamaları gerekmektedir (Günay, 2015: 458).

Firmanın sıkıntı yaşanmasıyla ödemelerinde gecikmeler yaşayan firmalar, dolaylı ve doğrudan maliyetlerle karşılaşmaktadırlar. Bu maliyetler aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 238);

- Firmanın borçlarından dolayı açılan davalar, varlıkların nakde çevrilmesini engelleyerek sürecin uzamasıyla varlıkların fiziki olarak zarar görmesine neden olabilmektedir.
- Mahkeme masrafları, avukat ücretleri ve yönetim giderleri firma değeri büyük oranda etkileyebilmektedir.
- Firmanın iflası halinde, işlerini kaybedeceklerini gören yöneticiler, firmanın bu durumunu uzatabilmek, işlerini daha geç kaybetmek için makineleri hor kullanıp bakımlarını ihmal edebilir, varlıkları yok pahasına elden çıkarabilmektedir. Firmanın pazardaki uzun vadeli durumuna gereken önemi vermeyerek maliyetleri düşürmek için ürün kalitesinden taviz verebilmektedir.
- Firmanın satıcı ve müşterileri de firmaya karşı olan tavırları bu nedenle değişebilmektedir.

## **5. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI VE FİRMA DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ**

Çalışmanın bu bölümünde; değerlemenin tanımı, firma değerinin tanımı, kavramsal çerçeve, değerlendirme ile ilgili başlıca kavramlar ve firma değerlemede kullanılan yöntemlere yer verilmiştir.

### **5.1. Firma Değeri Kavramı**

Değer maksimizasyonunu hedefleyen firmaların hedeflerine ne ölçüde eriştiğini tespit etmek amacıyla değerlendirme çalışmaları ve değerlendirme tekniklerine gerek duyulmaktadır. Bir firmanın paydaşı ya da firmaya yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar, yaptıkları yatırımlarından elde edeceği getirileri ve yararları bilmek ve bunları ölçebilmek için değerlendirme çalışmalarına ihtiyaç duymaktadırlar. Değerleme çalışmalarının tamamı firma yönetimi ile yakından ilişkilidir (Chambers, 2005: 8).

Firmanın piyasa değerini artırarak firma sahiplerinin varlıklarını en yüksek seviyeye ulaşması firmanın asıl amacıdır. Firmanın piyasa değerini yükseltmek; firmanın pay senetlerinin piyasa değerini maksimum değere ulaştırmak; işletmenin net bugünkü değerini yükseltmek gibi finans literatüründe kullanılan bu terimler ile aynı kavramlar farklı şekilde ifade edilmektedir (Kutukız ve Tunçbilek, 2007: 200).

Değerleme, genel anlamda bir şeyin değerini belirlenmesi anlamına gelmektedir. Değerlemenin firma ile sınırlandırılması halinde değerlendirme, firmanın sahip olduğu varlıkların ve kaynakların bugünkü değerinin parasal olarak tespiti denilebilir. Değerleme firmanın yalnızca varlıklarının değerlendirilmesi anlamına gelmemektedir. Değerleme kavramı firmanın ileride elde edeceği çıkarları da içermekte ve ilerideki varlığın bugünkü değerini belirlemede kullanılmaktadır. İleriye dönük tahmin yapıldığından öznel ve nesnel değerlemeleri içermektedir. Dolayısıyla, bir varlığın değerinin belirlenmesi, bir fikrin, malın veya hizmetin kendisinden isteneni sağlama seviyesinin araştırılması maksadıyla, bahsedilen varlığın niteliklerine ilişkin fikir bildirilmesine değerlendirme denilmektedir (Yalçın, 2014: 27).

Firma değerlemesi ise, üzerinde tartışılan ve göreceli bir kavramdır. Firmanın amaçlarına kavuşması, piyasa değerinin saptanması, uyuşmazlıkların önceden tartışılması ve kesin bir yargıya ulaşılması yönünden değerlendirme kavramı önemli görülmektedir. Firmanın büyüme ve kârlılık amaçları, riskleri, piyasa değeri, genel ekonomik hedefleri, yatırımın yenilenmesi kararları, kaynakların verimli bir şekilde kullanımı, büyüme ve küçülme kararlarının alınabilmesi için tarafsız ve bağımsız kurumlarca değerlendirilmesi gerekmektedir. Araştırıldığı zaman çok fazla değerlendirme tekniği ve yöntemi geliştirildiği görülmektedir. Firmanın ulusal ve uluslararası durumu, yer aldığı sektör, faaliyet konusu ile alakalı yasal düzenlemeler, toplumun değer yargıları, seçilecek değerlendirme yöntemi için önem arz etmektedir (Çalı, 2015: 1).

Firma değeri birçok faktörden etkilenmektedir. Bunlar arasında işletmelerin faaliyete geçmesinden itibaren, müşterilerin memnuniyeti, üretim mallarının kalitesi, nitelikli bir idare düşüncesinin var oluşu, firma içinde ve firma dışında ilişkilerin olumlu yönde olması, endüstrinin genel gidişatı ve ekonominin durumu gibi faktörler yer almaktadır (Düzer, 2008: 26).

Firma değeri kavramı, “şirketin maddi ve maddi olmayan tüm varlıkları ile satılması durumunda ortaya çıkan değeri” olarak ifade edilebilmektedir. Bu kavram geçmişten günümüze farklılaşmalar kaydetmiştir. Geçmişte firma değeri anlayışında şirketlerin nakit akımları ön plandayken, son yıllarda ortaya çıkan yaklaşımlarda ise



firma değeri daha geniş yelpazede değerlendirilmektedir. Literatürde gerçekleştirilen çalışmalarda firma değerinin hesaplanması ile ilgili, geleneksel ve modern yaklaşımlar olarak nitelendirilen farklı yöntemler bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan modern yaklaşımlar, firmanın yalnızca nakit akımlardan oluşmadığını, firma değeri üzerinde farklı değişkenlerin de etkili olduğunu savunmaktadır (Büyükkonuklu, 2011: 1).

Firma değerinin belirlenmesi kadar, firma değerinin yönetilmesi de önemlidir. Firmaların paydaşları firmaya yatırım yaparken en önemli hedef, aldıkları riske göre en yüksek getiriye elde etmektir. Bu sebeple, firma değerinin etkin bir biçimde yönetilmesi ve bu etkin yönetimin doğal sonucu olarak firma değerinin hissedarlar açısından makimize edilmesi mümkündür. Firma değerinin doğru bir şekilde nasıl belirleneceğinin yanı sıra, daha iyi karar verebilmek için firma değerinin bir araç olarak nasıl kullanılacağı da ayrı bir öneme sahiptir. Günümüzde yöneticilerin, firmanın değerini ölçebilmelerinin ve yönetilmelerinin gerekli olduğu düşünülmektedir (Belkayalı, 2004: 12).

## **5.2. Değerleme İle İlgili Başlıca Kavramlar**

Değerleme ile ilgili başlıca kavramlara bu başlık altında yer verilmiştir. Bu başlık altında nominal değer, defter değeri, alternatif gelir değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek değer, şerefiye değeri, hurda değeri, makul piyasa değeri, borç değeri, artık değer ve parçalı değer kavramlarına yer verilmiştir.

### **5.2.1. Nominal Değer**

Nominal değer, menkul kıymetler için kullanılan ve itibari veya kayıtlı değer olarak da bilinen, bir varlığın kâğıt üzerinde yer alan değeridir (Erdoğan, 2009: 290). Genel olarak tahvil ve pay senetlerinin üstünde yazılı olan değeri göstermektedir. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına düşen kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için pay senedinde yazılan değeri ifade etmektedir. Türkiye’de pay senetlerinin nominal değerinin olması hukuki bir zorunluluktur (Ercan vd., 2006: 5).

### **5.2.2. Defter Değeri**

Defter değeri, firmanın özkaynak toplamının pay senedi adedine bölünmek suretiyle bulunmaktadır. Özkaynak, ihtiyatlar toplamı, ödenmiş sermaye, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları gibi bu türdeki başka fonlardan oluşmaktadır. Firmanın öz kaynağının toplamı ödenmiş sermayeden fazla olması durumunda defter değeri nominal değerden daha yüksek olmaktadır. Faaliyetini devam ettiren bir işletmenin geçmiş dönem kârlarının farklı isimlerle öz kaynak içinde bırakılmış olması ve tekrardan değerlendirme yapılmış olması olağan bir durum olmasından hareketle pay senetlerinin defter değeri, nominal değerden daha yüksek olarak gerçekleşebilmektedir. İstisnai durumlarda, eğer bir işletme geçmiş birkaç dönem süresince zarar etmişse, yedek ayırmamış ve yeniden değerlendirme hiç yapmamış ise, özkaynak tutarı sermayeden daha azdır ve bu vaziyette defter değeri, nominal değerinin altında olmaktadır (Gücenme, 2005: 375).

### **5.2.3. Alternatif Gelir Değeri**

Alternatif gelir değeri, hissedarlardan sağlanan sermayenin, firma içerisinde sermaye olarak kullanılmayarak, farklı bir alana yatırım yapılması durumunda, pay senetlerine harcanan sermaye tutarı ile sağlanacak alternatif gelirden her bir hisseye düşen gelir tutarını ifade etmektedir. Türkiye’de bu değer, devlet tahvili gelirleri ile banka faizi kıyaslanarak belirlenmekte, alternatif gelir hesaplamaları menkul kıymet piyasasındaki araçların çoğalmasıyla gelişmektedir (Dikmen, 2012: 36).

### **5.2.4. Tasfiye Değeri**

Tasfiye değeri, işletmenin varlığının farklı zaman dilimlerinde belirli parçalar halinde mecburi olarak satılması ile elde edilebilecek değerinden, işletmenin bütün borçlarının ödenmesinden sonra elde kalan meblağının pay adedine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. İşletmenin varlıklarının piyasa değerinin tasfiye değerinden farklı olması pay senedinin tasfiye değerini ayıran en önemli unsurdur. Farklılığın sebebi, maddi ve maddi olmayan varlıkların değerindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Teorik olarak, tasfiye değeri, pay senedinin piyasa değerinin üstünde olmaması gerekmektedir. Bir başka ifade ile firmanın pay senedinin piyasa değeri, hisse başına tasfiye değeri için üst sınırı oluşturmaktadır (Ercan vd., 2006: 55).

### **5.2.5. Piyasa Değeri**

Piyasa fiyatı bir varlığın piyasada satılabildiği fiyat olarak tanımlanmaktadır. Satılacak varlık şayet işletmenin tümü ise o zaman işleyen teşebbüs değeri ve tasfiye değeri olmak üzere işletme fiilen iki piyasa değerine sahip olacaktır. Bu durumda menkul kıymetlerin piyasa değeri borsa veya serbest piyasada alınıp satıldığı değerdir (Erdoğan, 2009: 290).

Bir varlığın piyasa değerinden bahsedilmek için piyasanın bildiği bir ortamda kolaylıkla alım ve satımın yapılabilmesi gerekmektedir. Varlığın borsaya kote olması durumunda ise piyasa değeri aynı zamanda “borsa değeri” olmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 119).

### **5.2.6. İşleyen Teşebbüs Değeri**

Bir varlığın işler haldeyken satılması halinde elde edilecek tutara, varlığın “işleyen teşebbüs değeri” denilmektedir. Firmanın işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinde olduğu gibi firmanın maddi ve maddi olmayan varlıklarının elden çıkarılması sonucunda sağlanacak toplam tutarı ifade etmektedir. Firma varlıklarının tümünü bir bütün hâlinde elden çıkarması işleyen teşebbüs değeri olarak ifade edilmekte iken tasfiye değeri ise firma varlıklarını kısımlar hâlinde elden çıkarılması durumunda ortaya çıkmaktadır (Ercan vd., 2003: 4).

### **5.2.7. Gerçek Değer**

Pay senedinin gerçek değeri, firmanın varlık yapısı, dağıtılan kâr payları, kârlılık durumu, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanmaktadır. Farklı bir anlatımla gerçek değer kavramı, yatırımcıların, firmanın beklediği gelir oranını ve firmanın gelir sağlama potansiyelini göz önünde bulundurarak pay senedine

verdiği değeri ifade etmektedir. Pay senedinin gerçek değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı kâr payları veya kazançlarının belirli bir kapitalizasyon oranı ile bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilen toplamı ifade etmektedir (Dikmen, 2012: 36).

Yatırımcılar firmanın ileride gelir sağlama potansiyeli ve bu pay senedinden bekledikleri kazancı düşünerek yatırım yaparlar. Yatırımcılar tarafından ödemeye hazır oldukları firmanın pay senedi için nominal buldukları değere gerçek değer denilmektedir. Gerçek değer hesaplanmasında pek çok yöntem bulunmaktadır. Pay senedinin gerçek değerini hesaplamak için yapılan analiz temel analiz olarak adlandırılmaktadır (Gücenme, 2005: 376).

### **5.2.8. Şerefiye Değeri**

Şerefiye, tanımlanması mümkün olmayan, elle tutulamayan ancak firmanın ekonomik değerini kısmen temsil eden soyut bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kavram, çalışanların bilgileri, eğitimsel nitelikleri, firmanın prestiji, müşteri bağlılığı ve dağıtım kanalları gibi varlıkları içermektedir. Dolayısıyla şerefiye değerinin oluşması için bir firmanın defter değerinden firmanın bütün değerinin daha büyük olması gerekmektedir. Şerefiye değeri, satın alma ve birleşme yönünden satın alınan firma için ödenen tutar ile satın alınan firma varlıklarından borçların çıkarılması ile hesaplanan net makul değer arasındaki fark olarak hesaplanır (Yalçın, 2014: 41).

### **5.2.9. Hurda Değeri**

Ekonomik ömrü biten bir varlığın net defter değerinin üstünde farklı bir değerle satılmasıyla meydana gelen değer hurda değeri olarak ifade edilmektedir. Sermaye bütçelemesi kararlarında bir yatırıma bağlı hurda değeri tahmin edilebilmekte ise, hurda değeri yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında dikkate alınması gerekmektedir (Ercan vd., 2006:7).

### **5.2.10. Makul Piyasa Değeri**

Makul piyasa değeri, piyasa değeri tanımıyla benzerlikleri taşımaktadır. Gayrimenkul değerlemesinde, adli değerlendirmelerde ve varsayımsal vergi hesaplamalarında bu değerden yararlanıldığı görülmektedir (Yalçın, 2014: 39).

### **5.2.11. Borç Değeri**

Firmanın belli bir zamanda yabancı kaynaklar toplamının pay senedi sayısına bölünmesi ile elde edilen değere “borç değeri” denilmektedir. Firmanın belli bir zamanda saptadığı borç değeri ile farklı bir zamanda değerlendirilen değer arasında büyük farklılıklar olacaktır. Bu sebeple, borç değerinin tutarlı olması açısından değerlendirmenin ardı sıra devam eden seneler itibariyle yapılması gerekir (Dikmen, 2012: 36).

### **5.2.12. Artık Değer**

Artık değer firmanın belirli bir tahmin döneminin ötesinde beklediği nakit akımının değerini ifade etmektedir. Firmanın yarattığı nakit akımları sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün olmadığından belirli bir seneden sonra nakit akımlarının

tahmin edilmesi durdurulup, gelecek dönemlerdeki nakit akımlarını yansıtan sonsuz bir değer hesaplanmaktadır. En yaygın hesaplama şekli, firmanın olgunluk safhasına ulaştığı noktadaki dönemsel nakit akımlarının sonsuza kadar devam edeceği varsayımına dayanmaktadır (Chambers, 2005: 103).

### **5.2.13. Parçalı Değer**

Bir firmanın tüm varlıklarının ayrı ayrı satılması neticesinde, elde edilen değerler toplamı olarak tanımlanmaktadır (Gürbüz ve Erginçan, 2004: 15).

## **5.3. Firma Değerlemede Kullanılan Yöntemler**

Günümüz dünyasında, pay senetleri borsada işlem görsün ya da görmesin firmalara yatırım yapmayı düşünenler, firma ortakları veya kreditorler gibi farklı ilgi grupları açısından, firmaların piyasa değerlerinin sağlıklı bir şekilde tespit edilmesi oldukça önemli arz etmektedir. Firma değerinin tespit edilmesi için bazı değerlendirme yöntemleri kullanılmaktadır (Akbulak, 2003: 188).

Firma değerinin belirlenmesi amacıyla geliştirilen değerlendirme yöntemleri aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir (Alkan ve Demireli, 2007: 29):

- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi
- Net aktif değeri yöntemi
- Piyasa değeri - defter değeri yöntemi
- Emsal değeri yöntemi
- Temettü verimi yöntemi
- Fiyat/kazanç oranı yöntemi
- Fiyat/nakit akım oranı yöntemi
- Piyasa kapitalizasyon değeri yöntemi
- Varlık fiyatlama modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM)

### **5.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

Günümüzde firma değerinin belirlenmesinde sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde, firmanın değeri gelecekte sonsuza değin elde edilecek olan muhtemel nakit akımlarının bugünkü değeri esas alınmaktadır. Bu tanımda bahsedilen firma değeri, firmanın öz kaynağının olması gereken değeridir (Ercan ve Ban, 2014: 340).

İndirgenmiş nakit akımı analizi yapılırken, ilk olarak söz konusu şirketin fon oluşturma gücünün ortaya çıkarılması gerekmektedir. Bir başka anlatım ile bir işletmenin olağan faaliyetleri sonucunda, fon sağlama potansiyelinin tespit edilmesi gerekmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde, firma değeri gelecekte ortaya çıkaracağı serbest nakit akımının piyasada geçerliliği olan bir getiri oranı ile indirgenmesiyle elde edilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, bu yaklaşım firmanın ilerideki dönemlerde genişleme potansiyeli, kâr marjları ve yatırımları gibi dikkate alarak firmaya değer biçmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin, nakit giriş ve nakit çıkışlarını gözeten bir nakit akım tablosuyla mukayese edilmesi gerekmektedir (Tokaç, 2006: 154).

Diğer yöntemlere kıyasla, bu yöntemde daha fazla bilgi ve veriye gereksinim duyulmaktadır. Bu bilgi ve verilerin noksatsız toplanması ve değerlendirilmesi, uzun bir süre gerektirmektedir. Bu durumda indirgenmiş nakit akımları yöntemi diğer yöntemlere göre daha uzun bir zaman almaktadır. İleriye dönük nakit akımlarının

tahminlere dayanması ve ileriye dönük belirsizliklerin fazla olmasının firma değerini etkileyebilecek bu yöntemin başlıca dezavantajlarını oluşturmaktadır (Aydın, 2012: 104).

### **5.3.2. Net Aktif Değeri Yöntemi**

İşletme varlıklarının geçerli olan piyasa şartlarında satış işlemi yapılarak sağlanabilecek nakit miktarını göstermektedir. Net aktif değeri, varlıkların normal şartlar altında satışlarının gerçekleşmesiyle elde edilecek kazançtan, katlanılan giderlerin çıkarılmasıyla elde edilen net tutardır. Farklı bir deyişle, varlıkların cari değere çevrilmesiyle elde edilen değerdir. Firma değeri, varlıkların cari değerlere çevrilmesiyle bulunurken, öz varlık değeri ise, firma değerinden borçların düşülmesiyle bulunmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 29).

Net aktif tutar, pay senedinin belli bir faaliyet döneminin sonunda veya belli bir anda düzenlenen bilançosunda yer almaktadır. Burada, nazım hesaplar dışında bilanço tanımından, amortismanlar ve şüpheli alacaklar karşılığının düşürülerek mevcut rakamın ödenmiş sermayeye göre pay senedinin adedine bölünmesiyle birlikte bir hissenin “net aktif değeri” elde edilmektedir (Gücenme, 2000: 269).

### **5.3.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi**

Bu oran, pay senedinin borsa fiyatının, pay senedinin defter değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. İşletmenin özkaynaklarının toplamı pay senedi adedine bölünmesiyle “pay senedi defter değeri” bulunur. PD/DD oranı, firmanın toplam piyasa değerinin, özkaynaklar toplamına bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oranlar aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir (Ceylan, 2003: 64).

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Hisse Senedi Borsa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Defter Değeri}}$$

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Toplam Piyasa Değeri}}{\text{Özkaynaklar Toplamı}}$$

Bilançoda bulunan özkaynaklar toplamının pay senedi adedine bölünmesiyle hisse başına defter değeri elde edilmektedir. İşletmeye duyulan güven sonucunda yüksek oran değeriyle karşılaşmak muhtemeldir. Ortalamanın üstünde bir oran değeri pay senedinin pahalı olduğu, ortalamanın altında bir oran değeri ise pay senedinin ucuz olduğu anlamına gelmektedir (Bolak, 2010: 43).

Piyasa değeri/ defter değeri oranının 1 değerinin altında olması, ucuz olduğunu gösterir ve buna göre iyi bir yatırım yöntemi olduğu görüşü ileri sürülür. Genellikle, pay senetlerinin, özkaynak kârlılığının düşük ve PD/DD oranının yüksek olması durumunda pahalı olduğu, pay senetlerinin, özkaynak kârlılığının yüksek ve PD/DD oranının düşük olması ucuz olduğu anlamına gelmektedir (Erdem, 2015: 74).

### **5.3.4. Emsal Değeri Yöntemi**

Asıl değeri bilinmeyen veya saptanamayan bir varlığın, satılmasıyla benzerlerine göre ulaşacağı değere “emsal değeri” denilmektedir. Emsal değeri yönteminde değerlendirilecek olan varlığa emsal oluşturacak benzer bir varlığın piyasada alım satımıyla

oluşan değer esas alınarak hesaplamalar yürütülmektedir. Bu değer, genellikle gayrimenkullerin alım satımında kullanılmaktadır. Emsal değeri yönteminde, bir arsanın veya binanın değeri, etrafında yer alan benzer arsa veya binanın en son alınan veya satılan fiyatlarına bakılarak değeri belirlenmektedir (03.07.2019, [www.baskent.edu.tr](http://www.baskent.edu.tr)).

### **5.3.5. Temettü Verimi Yöntemi**

Temettü verimi yönteminde bugünkü değer, beklenen temettü ödemelerinden ve özsermaye maliyetinden faydalanılarak hesaplanmaktadır. Bu yöntemin kullanılmasını gerektiren önemli ölçütler, temettünün indirgeme oranının belirlenmesi ve temettünün tahmin edilmesidir (Ekici, 2013: 165).

### **5.3.6. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi**

Bu oran yatırımcıların, firmanın bir hisseye düşen kâra karşılık pay senedi için ne kadar ödemek istediklerini göstermektedir. Oran, işletmeden beklentilerin bir göstergesidir. Bu oranın yüksek olması, yatırımcılar tarafından kabul edilebilmesi, firmanın hızlı büyüme olanağının olduğuna güvenmesiyle sağlanabilmektedir (Ceylan, 2003: 63).

Bu oran aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 50).

$$\frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

### **5.3.7. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi**

Nakit akımları ile piyasa değeri arasında bağ kurulmalıdır ve bu bağ desteğiyle emsal işletmelerin değeri belirlenmektedir. Fiyat nakit akım oranı yönteminde, emsal işletmelerin ederi ile nakit akımları oranı belirlenerek, değeri belirlenecek olan işletmenin nakit akımı ile fiyat/nakit alım oranı çarpılarak işletmenin değeri tespit edilir. Hisse senedi başına nakit akımı, amortisman ile net kârın toplanmasıyla bulunmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 34).

Fiyat/ Nakit Akımı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kâr + Amortisman) şekilde hesaplanmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 34).

### **5.3.8. Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi**

Bu değerlendirme yönteminde piyasa değeri borsada işlem gören pay sentlerinin piyasa değerinin pay adedi ile çarpılması sonucu elde edilmektedir (Ekici, 2013: 165).

### **5.3.9. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM)**

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, yatırımcıların bir pay senedinden beklenen getirisinin risksiz varlığın getiri oranı ile risk priminin toplamından oluştuğunu savunmaktadır. Bu sebeple menkul değerlere yatırım yapılması durumunda iki ana risk kaynağı bulunmaktadır. Bu risk kaynakları, sistematik risk ve sistematik olmayan risktir. Sistematik risk, piyasa riski olarak da bilinen ve kaçınılmaz riski anlatmaktadır. Sistematik olmayan risk, firmanın kendine özgü riski olup kaçınılabılır

risktir. Bu modelde, risksiz getiri oranı, piyasa risk primi ve sistematik riskin ölçüsü betanın tahmin edilmesi gerekmektedir (Çalı, 2015: 46).



## 6. SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALARIN PANEL VERİ ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde, araştırmanın amacı, önemi, kullanılan yöntem, veriler, hipotezler, uygulama öncesi aşamalar ve uygulama aşamaları hakkında bilgiler sunulmuştur.

### 6.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın amacı, araştırma için seçilen firmaların sermaye yapılarının firma değeri üzerindeki etkisini incelemek olarak belirlenmiştir. Geçmiş araştırmalara konu olan sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisinin farklı alanlarda sınındığı ve farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Ancak sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisinin inceleyen söz konusu geçmiş çalışmaların sınırlı kaldığı da görülmektedir. Bu tez çalışmasında bu eksikliği giderilmesine katkı sağlamak amaçlanmıştır.

Bu nedenle bu tez çalışmasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapılarının firma değeri üzerindeki etkisi panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Konu üzerine yürütülen geçmiş çalışmalardan farklı olarak analizler Kurumsal Yönetim Endeksi üzerine yürütülmüştür.

Kurumsal Yönetim Endeksi, piyasada işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden 7 olan firmaların getiri ve fiyat başarısının belirlenmesi maksadıyla oluşturulmuştur (10.01.2020, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)).

Geçmiş çalışmalar incelendiğinde Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu nedenle bu çalışmanın literatüre özgün katkılar sunduğu düşünülmektedir.

### 6.2. Araştırmada Kullanılan Veriler

Bu çalışmada Türkiye'de BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıtlı olan firmaların verileri kullanılarak sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Araştırmada kullanılan firmaların BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde sürekli faaliyet gösterip göstermediklerini öğrenmek amacıyla, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notuna bakılmıştır (10.06.2019, <http://www.tkyd.org/>). BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmalar kurumsal yönetim uyum notuna bakılarak seçilmiştir. Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları EK-1'de verilmiştir.

Hali hazırda Kurumsal Yönetim Endeksi 47 firmadan oluşmaktadır. Bu 47 firma arasından 2012-2017 yıllarında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde devamlı faaliyet gösteren 26 firma bulunmaktadır. Bu nedenle Tablo 6.1'de isimleri sunulan söz konusu 26 firmanın verileri analizlerde kullanılmıştır.

Analiz kapsamında piyasa değeri/defter değeri oranı ve piyasa değeri "Financial Information News Network (05.04.2019, [www.finnet.com.tr](http://www.finnet.com.tr))" veri tabanından elde edilmiştir. Kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynak, toplam borç ve kaldıraç oranlarına ait veriler "Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (15.04.2019, [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr))" veri tabanından elde edilmiştir.



Tablo 6. 1. Araştırma Kapsamında İncelenen BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki Firmalar

<i>BİST KODU</i>	<i>FİRMALAR</i>
1. AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş
2. AGHOL	AG Anadolu Grubu (eski Yazıcılar Holding)
3. ARCLK	Arçelik A.Ş
4. ASELS	Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.
5. AYGAZ	Aygaz A.Ş
6. CCOLA	Coca Cola İçecek A.Ş
7. DOAS	Doğuş Otomotiv
8. DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
9. ENKAI	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.
10. GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş
11. HURGZ	Hürriyet
12. IHLAS	İhlas Holding
13. İHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş
14. LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
15. OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
16. PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
17. PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
18. PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri
19. PRKME	Park Elektrik A.Ş
20. TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
21. TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
22. TRCAS	Turcas Petrol A.Ş
23. TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
24. TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
25. TUPRS	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
26. VESTL	Vestel Elektronik

**Kaynak:** 15.04.2019, [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

### 6.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Konu üzerine yürütülen geçmiş çalışmalar incelendiğinde firma değeri ve sermaye yapısı faktörlerinin temsilcisi olarak benzer değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir.

Geçmiş çalışmalar incelendiğinde firma değerinin temsilcisi olarak genellikle PD/DD ve piyasa değeri değişkenlerinin genellikle kullanıldığı görülmektedir. PD/DD oranının firma değerinin temsilcisi olarak Yılmaz (2017) ve Meder Çakır ve Küçükkaplan (2012) tarafından kullanıldığı görülmektedir. Firma değerinin bir başka temsilcisi olarak kullanılan piyasa değeri değişkeninin ise Özaltın (2006), Kutukız vd. (2016) ve Büyükkonuklu (2011) tarafından yürütülen araştırmalara konu olduğu görülmektedir.

Sermaye yapısının temsilcisi olarak Kısa Vadeli Borç/ Pasif Toplam, Uzun Vadeli Borç/Pasif Toplam değişkenlerinin Özaltın (2006), Yener ve Karakuş (2012), Kutukız vd. (2016) ve Büyükkonuklu (2011) tarafından kullanıldığı dikkat çekmektedir. Toplam Borç/Toplam Aktif oranı değişkeni ise Yılmaz (2017), Yener ve Karakuş (2012), Kutukız vd. (2016), Büyükkonuklu (2011) tarafından kullanılmıştır. Konu ile

ilgili önceki çalışmalarda yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere Tablo 6.2’de yer verilmiştir.

Tablo 6. 2. Konu İle İlgili Literatürde Yer Alan Sermaye Yapısı ve Firma Değeri Değişkenleri

<i>Araştırmacı</i>	<i>Sermaye Yapısı Değişkenleri</i>	<i>Firma Değeri Değişkenleri</i>
Özaltın (2006)	Kısa Vadeli Borç/ Pasif Toplam Uzun Vadeli Borç / Pasif Toplam Öz kaynaklar / Pasif Toplamı	Piyasa Değeri
Yılmaz (2017)	Toplam Borç / Toplam Özsermaye	Piyasa Değeri/Defter Değeri Tobin Q
Yener ve Karakuş (2012)	Toplam Borçlar/Toplam Aktif Kısa Vadeli Borç/ Toplam Aktif Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktif	Firma Hisselerinin Aylık Getirileri
Kutukız vd. (2016)	Toplam Borç / Toplam Aktif Öz kaynaklar / Pasif Toplamı Toplam Borç / Toplam Özkaynak Uzun Vadeli Borç / Toplam Borç Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	Piyasa Değeri
Büyükkonuklu (2011)	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özsermaye Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özsermaye Toplam Borç / Toplam Özsermaye	Piyasa Değeri
Meder Çakır ve Küçükkaplan (2012)	Kısa Vadeli Borç/ Toplam Aktif	Piyasa Değeri/ Defter Değeri

Firma değeri ve sermaye yapısının temsilcisi olarak kullanılan geçmiş çalışmalar dikkate alınarak bu tez çalışmasında firma değerinin ölçümünde “piyasa değeri/defter değeri” ve “piyasa değeri” değişkenleri bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır. Bağımsız değişken olarak, sermaye yapısını belirlemek için kullanılan “kaldıraç oranı”, “kısa vadeli yabancı kaynak oranı”, “uzun vadeli yabancı kaynak oranı” ve “toplam borç/ toplam özsermaye oranı” rasyoları kullanılmıştır. Analize dâhil edilen değişkenler ve hesaplama yöntemlerine Tablo 6.3’te yer verilmiştir.

Tablo 6. 3. Araştırmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

<i>Değişkenler</i>		<i>Notasyon</i>	<i>Hesaplama Yöntemi</i>
Bağımlı Değişkenler (Firma Değeri)	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
	Piyasa Değeri	LPD	Log (Piyasa Değeri)
Bağımsız Değişkenler (Sermaye Yapısı)	Kaldıraç Oranı	KO	Toplam Borç/ Toplam Varlıklar
	Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	KVYKO	Kısa Vadeli Borç/ Pasif Toplam
	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	UVYKO	Uzun Vadeli Borç / Pasif Toplam
	Toplam Borç Oranı	TBO	Toplam Borç / Toplam Özsermaye

#### 6.4. Araştırmanın Hipotezleri ve Modelleri

Tez çalışmasının bu bölümünde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmaların sermaye yapısının firma değerine etkisini incelemek amacıyla oluşturulan hipotezler ve oluşturulan modeller hakkında bilgi aktarılmıştır.

##### 6.4.1. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın hipotezleri “Kaldıraç Oranı ile Firma Değeri”, “Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı ile Firma Değeri”, “Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı ile Firma Değeri”, “Toplam Borç/Toplam Özsermaye Oranı ile Firma Değeri” arasında bir ilişkinin bulunup bulunmadığının belirlenmesi amacıyla oluşturulmuştur.

**H<sub>1</sub>**: Firmaların kaldıraç oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri/defter değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>2</sub>**: Firmaların kısa vadeli yabancı kaynak oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri/defter değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>3</sub>**: Firmaların uzun vadeli yabancı kaynak oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri/defter değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>4</sub>**: Firmaların toplam borç oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri/defter değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>5</sub>**: Firmaların kaldıraç oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>6</sub>**: Firmaların kısa vadeli yabancı kaynak oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>7</sub>**: Firmaların uzun vadeli yabancı kaynak oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri) üzerine etkisi vardır.

**H<sub>8</sub>**: Firmaların toplam borç oranlarının, firma değerleri (piyasa değeri) üzerine etkisi vardır.

##### 6.4.2. Araştırmanın Modelleri

Araştırmada, firmaların sermaye yapılarının belirlenmesinde kullanılan oranların, firmaların değerleri üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla iki farklı model

geliştirilmiştir. Model 1’de firma değerinin temsilcisi olarak PD/DD oranı kullanılırken, Model 2’de doğal logaritması alınmış olan piyasa değeri değişkeni ele alınmıştır.

$$\text{Model 1: } PDDD_{it} = \alpha_i + \beta_1 KO_{it} + \beta_2 KVKO_{it} + \beta_3 UVYKO_{it} + \beta_4 TBO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Model 2: } LPD_{it} = \theta_i + \delta_1 KO_{it} + \delta_2 KVKO_{it} + \delta_3 UVYKO_{it} + \delta_4 TBO_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, 26 \text{ ve } t = 1, \dots, 6$$

Modelde yer verilen  $i$  analize tabi tutulan 26 firmayı göstermekte iken,  $t$  2012 ile 2017 yılları arasındaki 6 yıla ait 1’den 6’ya kadar olan zaman serisini ifade etmektedir.  $\alpha$  ve  $\theta$  terimleri Model 1 ve Model 2’deki bağımlı değişkenlerin sabit terimini ifade ederken;  $\beta$  ve  $\delta$  bağımsız değişkenlerin katsayılarını göstermektedir.  $\varepsilon$  ve  $u$  terimleri ise dönemler ve birimler itibariyle hata terimlerini bir başka ifade ile açıklanamayan etkileri ifade etmektedir.

Model 1’de yer alan bağımlı değişken PD/DD, modele dâhil edilen firmaların piyasa değerinin defter değerine oranını ifade etmektedir. Diğer taraftan bağımsız değişkenlerden KO, kaldıraç oranını, KVKO, kısa vadeli yabancı kaynak oranını, UVYKO, uzun vadeli yabancı kaynak oranını, TBO ise toplam borcun özsermayeye oranını ifade etmektedir. Model 2’de yer alan bağımlı değişken LPD, doğal logaritması alınmış piyasa değerini ifade etmektedir. Model 2’de kullanılan bağımsız değişkenler Model 1 ile aynıdır. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Piyasa Değeri Finnet veri tabanından hazır olarak alınır iken, diğer oranlar Microsoft Office Excel programı kullanılarak hesaplanmıştır.

Bu aşamanın ardından sermaye yapısı ve firma değerinin ilişkisini incelemek amacıyla modeller kurulmuştur. Kurulan modeller panel veri yöntemi kullanılarak STATA programı aracılığı ile analiz edilmiştir.

Bu amaçla analizlerde ilk olarak klasik model (havuzlanmış en küçük kareler yöntemi), sabit etkiler modeli ve tesadüfi (rassal) etkiler modeli arasından hangisinin kullanılması gerektiği ile ilgili F ve Olabilirlik Oranı (LR) testleri gerçekleştirilmiştir. Kullanması gereken model belirledikten sonra, değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon problemlerinin varlığının tespiti amacıyla çeşitli testler gerçekleştirilmiştir. Söz konusu testlerin ardından sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisi panel veri yöntemleri ile test edilmiştir.

## 6.5. Panel Veri Kavramı, Modelleri, Modellerin Karşılaştırılması ve Varsayımları

Bu bölümde, ekonometrik analizlerde kullanılan panel veri kavramı, panel veri modelleri ve model tahmini yapabilmek için gerekli olan testler incelenmiştir.

### 6.5.1. Panel Veri Kavramı

Ekonometrik çalışmalarda farklı özellikler taşıyan veriler üzerinde çalışmaların yürütülebildiği görülmektedir. Bu veri türleri yapılarına göre farklı kategorilerde incelenebilmektedir. Panel veri analizinde, zaman boyutu ve kesit verileri birlikte kullanılarak ekonomik ilişkiler tahmin edilmektedir. Bu analiz yönteminde, kesit serileri ile zaman serileri birleştirilerek, kesit ve zaman boyutuna sahip olan veri seti meydana getirilmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler, 2007: 37).

Panel veri analizi, oluşturulan panel verilerin kullanımıyla meydana getirilen panel veri modellerinin katkısıyla ekonomik ilişkilerin tahminlenmesidir. Genellikle bu analiz yönteminde, yatay kesit birim sayısının(N) dönem sayısından(T) fazla ( $N>T$ ) olduğu durumlara rastlanılmaktadır Genel olarak panel veri modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 4);

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad (3)$$

$i=1, \dots, N ; t=1, \dots, T$

Panel veri analiz yöntemi, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin gözlemleri eş zamanlı olarak yer aldığı için araştırmacıların daha çok veriyle çalışmalarına olanak vermektedir. Böyle bir durumda, serbestlik derecesi ve gözlem sayısında artış olmaktadır. Böylelikle, ekonometrik tahminlerin güvenilirliği ve etkinliği artmış olmaktadır. Ayrıca panel veri analiz yönteminin kullanılması, yalnızca zaman seri verileri veya yatay kesit verileri ile çözümlenemeyecek problemlerin çözülmesine de imkân sağlamaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 9).

### 6.5.2. Panel Veri Modelleri

Panel veri modeli, panel veri ile tahmin edilen regresyon modelidir. Bu sebeple regresyon modelinden bahsedildiğinde söz konusu olan testler, fonksiyonel şekil ve varsayımlar panel veri modelleri içinde söz konusudur (Güriş vd., 2017: 6).

Gözlenemeyen birim etkilerin ortaya konulmasını sağlayan panel veri analiz yöntemidir. Her bir yatay kesit gözlem için tahminlenen bir parametre olarak davranılması durumunda “sabit etkiler”, etkilere hata terimi rastgele bir değişken olarak davranılması durumunda ise “tesadüfi etkiler” modeli söz konusu olmaktadır. Kısaca ifade etmek gerekirse, verilerin yatay kesit gözlem boyutu büyük bir ana kütlede rastgele alınmışsa, tesadüfi etkiler modeli geçerli olmakta veri seti daha spesifik ise sabit etkiler modeli geçerli olmaktadır. Bunun yanı sıra sabit etkiler modelinde, açıklayıcı değişkenler ile birim etkiler arasındaki korelasyonun sıfırdan farklı olduğu varsayılmakta iken, tesadüfi etkiler modelinde bu korelasyonun sıfır olduğu varsayılmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2016: 79).

#### 6.5.2.1. Klasik Model

Sabit ve eğim katsayısının yatay kesitler ile zaman kesitleri arasında sabit olduğunu ve hata teriminin yatay kesitler ile zaman kesitleri boyunca olan değişikliklerini tespit edebildiğini varsaymaktadır. Tüm birimlerinin verilerinin bir havuzda toplandığı ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni ne derece etkilediğini analiz eden bir modeldir (Sevim ve Eyüboğlu, 2016: 218).

Klasik modelde yer alan hem eğim hem de sabit parametreler zamana ve birimlere göre sabittir. Bir başka ifade ile tüm gözlemlerin türdeş olduğu kabul edilmektedir. Bu doğrultuda panel verilerine ilişkin model aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Çelik, 2019: 103-104);

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^q \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T; \quad k = 1, \dots, q \quad (4)$$

### 6.5.2.2. Sabit Etkili Model (Fixed Effects)

Sabit etkiler modeli, gözlenemeyen etkilerin açıklayıcı değişkenler ile korelasyonlu olması durumunda, içsellik problemini çözmek amaçlı kullanılacak basit bir yöntemdir (Yerdelen Tatoğlu, 2016: 79). Sabit etkiler modelinin genel yapısı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2016: 38);

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_K X_{Kit} + u_{it} \quad (5)$$

Sabit etkili modellerin katsayıları birimlere ve/veya zamana göre farklılık göstermektedir. Bu modeller, birimlere göre veya zamana göre değişimi belirlemek amacıyla kurulmuşlarsa “Tek Faktörlü Sabit Etkili Modeli”, zamana ve birimlere göre değişiklikleri saptamak amacıyla kurulmuşlarsa “İki Faktörlü Sabit Etkili Modeli” olarak adlandırılmaktadır (Güriş vd., 2017: 16).

Sabit etkiler modelinde sabit parametre birim etkiye sahip olması nedeniyle birimden birime farklılık gösterirken, eğim parametreleri bütün yatay kesit birimleri için aynı ( $\beta_i = \beta$ ) olmaktadır. Bir başka ifade ile sabit terim yatay kesit birimi için farklı bir değer almaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2016: 80).

### 6.5.2.3. Tesadüfi Etkili Model (Random Effect- Rassel Etkiler)

Birimler arası farklılıkların tesadüfi özellikte olması durumunda modelin açıklanmasında kukla değişkenler yetersiz olabilmekte ve tahmin zayıflığı ortaya çıkabilmektedir. Sabit etkili modellerde birimler arası farklılıklar sabit terim ile tanımlanırken tesadüfi etkili modellerde söz konusu farklılıklar hata teriminin bir birleşeni olarak ele alınmaktadır. Birim etkiler modelde yer alan bağımsız değişkenler ile tanımlanmıyor ve birimlerin sabit terimleri panel birimlerine göre tesadüfi dağılıyorsa modelin tanımlanması bu yapıya uygun olması gerektiği ifade edilmektedir (Yaman, 2017: 64).

Birim etkinin sabit değil tesadüfi olması, tesadüfi etkiler modeli olduğunun bir göstergesidir. Dolayısıyla birim etkinin tesadüfi olması nedeniyle hata payı içerisinde yer almaktadır (Toramanoğlu ve Görmüş, 2018: 5).

Bu modelde, her bir kesit birimi için farklı trend değerlerinin olduğu, bu trend değerlerinin zaman periyodu boyunca sabit kaldığı ve açıklanan değişken ile açıklayıcı değişkenler arasında geçici olan bir yatay kesit ilişkisinin var olduğu bilinmektedir (Kaya, 2014: 297).

Tesadüfi etkiler modelinin genel yapısı şu şekilde aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir (Wooldridge, 2012: 492);

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Bu modelde, sabit etkiler modelinin tam tersi olarak zaman ve birim etkileri tesadüfi değişken olarak modele eklenmektedir. Bu modelde, serbestlik derecesi sorunu ile karşılaşılmazsa da hata terimine ilave edilen bileşenlerin varyans ve ortalamalarının belirlenmeleri önem kazanmaktadır (Güriş vd., 2017: 24).  $i$ 'inci gözlem üstünde yer alan tesadüfi hata terimi ( $u_{it}$ ) modele eklendiğinde model aşağıdaki gibi ifade edilmekte

ve “Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi” ile tahmin edilmektedir (Uysal, 2010: 75);

$$Y_{it} = \beta_0 D + \beta_i X_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

### 6.5.3. Panel Veri Modellerinin Karşılaştırılması

Kurulan modele uygun panel veri modelini seçilmesinde kullanılabilen bir takım testler bulunmaktadır. Bu testler bu başlık altında açıklanmıştır.

#### 6.5.3.1. F Testi

F testi, sabit katsayılı model ile sabit etkili modelin kıyaslanması amacıyla kullanılabilir. Modelde  $H_0$  hipotezi sabit katsayılı model ile sabit etkili modelin artıklarının kareleri toplamının farkının olmadığını,  $H_1$  hipotezi ise sabit katsayılı model ile sabit etkili modelin artıklarının kareleri toplamının fark içerdiğini ifade etmekte ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır. Bu istatistikte,  $SSE_R$  sabit katsayılı modelin artıklarının kareleri toplamını,  $SSE_U$  sabit etkili modelin artıklarının kareleri toplamını göstermektedir,  $q$  ise kısıt sayısıdır.  $NT-(K-1)$ , F testi istatistiğinin dağılımıdır.  $q$ , serbestlik dereceli F dağılımıdır. F testi hesaplanarak, F tablosundaki değerle kıyaslanmaktadır. Hesaplanan F testi istatistiğinin, F tablo değerinden küçük olması durumunda  $H_0$  hipotezi, büyük olması durumunda ise  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir (Güriş, 2018: 36).

$$F = \frac{SSE_R - SSE_U}{SSE_U} \frac{NT - (K - 1)}{q} \quad (8)$$

#### 6.5.3.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi

Olabilirlik oranı testinde,  $H_0$  hipotezi klasik ve sabit etkiler modellerinin artıklarının kareleri toplamı arasında fark olmadığını ifade ederken,  $H_1$  hipotezi iki modelin artıklarının kareleri toplamı arasında fark olduğunu ifade etmekte ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır. Burada “ $l$ ” olabilirlik fonksiyonunun değerini, “ $L$ ” olabilirlik fonksiyonunun logaritmik değerini göstermektedir. Kısıtsız olabilirlik fonksiyonu  $H_1$ , kısıtlı olabilirlik fonksiyonu  $H_0$  ile ifade edilmektedir (Güriş, 2018: 36-37). LR test istatistiğinin dağılımı,  $q$  serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımıdır. Hesaplanan LR istatistiği ki-kare tablosundan bulunacak değer ile mukayese edilmektedir. LR istatistiği ki-kare tablo değerinden küçük olması durumunda  $H_0$  hipotezi, büyük olması halinde ise  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir (Güriş, 2018: 37).

$$LR = -\log \frac{l(H_0)}{l(H_1)} \quad (9)$$

$$LR = -2[\log l(H_0) - \log l(H_1)] \quad (10)$$

$$LR = 2[L(H_1) - L(H_0)] \quad (11)$$

### 6.5.3.3. Skor Testi

Bottai (2003), klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmek amacıyla LR testi kullanılarak oluşturulmuş ancak küçük örnek özellikleri daha iyi olan Skor testini geliştirmiştir. Birim etkisinin standart hatasının sifira eşitliğini test eden Skor testinin sıfır hipotezi  $H_0: \sigma_\mu = 0$  şeklinde ifade edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 181-182).

### 6.5.3.4. Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı ve Düzeltmiş Lagrange Çarpanı Testi

Breusch-Pagan (1980), geliştirdiği “Lagrange Çarpanı (LM)” testinde klasik modelin uygulanabilirliğini tesadüfi etkiler modellerine karşı sınamak için, klasik modelin kalıntılarını odak noktasına almıştır. Bu testte, tesadüfi birim etkilerin varyansının sıfır olduğu hipotezi ( $H_0: \sigma_\mu^2 = 0$ ) sınanmaktadır. Breusch-Pagan LM test istatistiği aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir. Burada  $u$ , klasik modelin tahmin edilmesinden sağlanan kalıntılardır. Bu test istatistiği, 1 serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımına uymaktadır. LM test istatistiğinin,  $\chi^2$  tablosu ile kıyaslama yapılması neticesinde;  $H_0$  hipotezi kabul edilirse, birim etkilerin var olmadığına sonucuna ulaşılarak, klasik modelin uygun olduğu yorumu yapılabilmektedir. Diğer durumda ise,  $H_0$  hipotezi kabul edilmezse, klasik modelin uygun olmadığı yorumu yapılabilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 178).

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T u_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (12)$$

### 6.5.4. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımlara Yönelik Testler

Panel veri modelleri değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının olmadığı varsayımlarına dayanmaktadır. Bu üç temel varsayımın bir veya birden fazlasının sağlanmaması durumunda standart hataların sapmalı tahmin edilmesine yol açmakta dolayısı ile tahmin edicilerin faaliyetlerini kaybetmelerine ve dolayısıyla t istatistikleri ve güven aralıklarının gerçekliğini kaybetmesine neden olmaktadır. Bu varsayımların bir veya birden fazlasının sağlanmadığı durumda düzeltmelerin yapılması bir başka ifade ile bu varsayımlardan sapmaların ortaya çıkardığı olumsuzlukların ortadan kaldırılması gerekmektedir (Kengeş, 2019: 12).

#### 6.5.4.1. Panel Veri Modellerinde Değişen Varyans Testi

Panel veri modelleri ile ilgili varsayımlardan birisi de birimler arası hata terimlerini varyanslarının aynı olduğu, bir başka anlatımla sabit olduğudur. Ancak pek çok panel veri uygulamasında farklı yapılarla yatay kesit birimleri yer alabilmektedir. Birimler arasında farklılık olması modelin parametrelerinin de bu heterojenlikte farklılaşmasına sebep olmaktadır. Değişen varyans problemiyle karşılaşılması ve göz ardı edilerek tahminlerin yürütülmesi durumunda tesadüfi hata teriminde değişen varyans problemi dikkate alınmamış olmaktadır. Bu durumda regresyon katsayıları tutarlı olmaya devam etse de söz konusu tahminler etkinliğini yitirmektedir. Sonuç olarak tahmin sonucunda bulunan standart hatalar sapmalı hale gelmektedir. Değişen



varyans probleminin var olması durumunda bu problemlerin çözülmesi için dirençli standart hatalar kullanılması gerekmektedir (Ün, 2018: 75).

#### **6.5.4.2. Panel Veri Modellerinde Otokorelasyon Testleri**

Otokorelasyon, hata terimleri arasında ilişkinin var olduğu durumları ifade etmektedir. Otokorelasyon, zaman serilerinde bir sorun olarak karşımıza çıktığı gibi panel veri analizlerinde de önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Hata terimleri arasında ardışık bağımlılığın var olduğu otokorelasyon durumunda ana kütle parametrelerinin tahminleriyle standart hataları bundan olumsuz etkilenmektedir. Ardışık bağımlılık durumunda regresyon katsayıları sapmasızlık ve tutarlılık özelliğini kaybetmese de etkin olma (minimum varyanslı olma) özelliğini kaybetmektedir. Tahmini gerçekleştirilen katsayılar etkin olmadığı için, regresyon en iyi doğrusal tahminci özelliğini yitirmektedir (Şanlı, 2016: 499).

#### **6.5.4.3. Panel Veri Modellerinde Yatay Kesit Bağımlılığının Testi**

Seriye belli bir şokun gelmesiyle panel veride bulunan bütün yatay kesit birimlerinin bu şoktan aynı şekilde etkilenip etkilenmediği yatay kesit bağımlılığı ile araştırılmaktadır. Farklı bir ifadeyle, panel birimlerine gelen bir şoktan tüm birimlerin aynı derecede etkilenip etkilenmediği veya bir birimde ortaya çıkan şokun diğer panel birimlerini etkileyip etkilemediği araştırılmaktadır. Bu çalışma yatay kesit bağımlılığı araştırması olarak bilinmektedir (Ün, 2018: 88). Bu araştırma, panel veri modellerinde zaman serileri yöntemlerinin uygulandığı çalışmalarda da önem arz etmektedir. Kalıntılar arasında sıfır korelasyon beklenmekte ise, mevcut korelasyonun anlamlılığı istatistiki testlerle araştırılmaktadır (Ün, 2018: 88).

## 7. BULGULAR

Bu bölümde, Türkiye’de BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde bulunan firmaların verileri kullanılarak gerçekleştirilen panel veri analiz sonuçları ve yorumlarına yer verilmiştir. Bu çerçevede öncelikle değişkenlerin tanımlayıcı istatistikî değerleri aktarılmıştır. Devamında verilere uygun tahminciyi belirlemek amacıyla yürütülen testlerin sonuçlarına yer verilmiştir. Sonrasında panel veri modellerinin temel varsayımlarından olan değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon sorunlarının varlığı incelenmiştir. Bu aşamanın ardından uygun panel veri tahmin yöntemleri belirlenerek elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

### 7.1. Verilere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Bu tez çalışmasında kullanılan verilere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere Tablo 7.1’de yer verilmiştir.

Tablo 7. 1. Tanımlayıcı İstatistikler

<i>Değişken</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Medyan</i>	<i>S. Sapma</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Minimum</i>	<i>Jarque-Bera</i>
<b>PD/DD</b>	2,2841	1,4957	2,1730	13,1776	0,2815	344,7414***
<b>LPD</b>	9,3026	9,3300	0,6968	10,500	7,7400	6,719565**
<b>KO</b>	0,5464	0,5667	0,2114	1,4173	0,0961	2,409913
<b>KVYKO</b>	0,3181	0,2764	0,1727	0,7596	0,0346	13,3446***
<b>UVYKO</b>	0,2283	0,2400	0,1420	0,5900	0,0100	5,3306*
<b>TBO</b>	1,7208	1,3081	1,3923	6,9355	0,1063	63,5272***

**Not 1:** Tabloda; Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PD/DD), Piyasa Değeri (LPD), Kaldıraç Oranı (KO), Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (KVYKO), Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (UVYKO) ve Toplam Borç/ Toplam Özsermaye Oranı (TBO) ile gösterilmektedir.

**Not 2:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5, %1 düzeylerinde anlamlı olduklarını göstermektedir.

Piyasa değeri/ defter değeri oranı işletmenin piyasa değerinin, öz kaynağından kaç katı fazla olduğunu göstermektedir. Çoğunlukla PD/DD oranı yükseldikçe, firmanın pay senedinin değerinin arttığı düşünülmektedir. Bu oranın 1’den yüksek olması beklenmektedir. Oranın 1’den büyük olması durumunda firmanın hissedarlarına değer ürettiği ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 51). Tablo 7.1 incelendiğinde incelenen firmaların ortalama Piyasa değeri/ defter değerinin 2,28 olduğu ve kritik değer üzerinde olduğu görülmektedir. Bu durumda çalışmada incelenen firmaların, hissedarlarına değer ürettiği söylenebilmektedir.

Kaldıraç oranı, işletmeye borç verenlerin sağladığı fonların toplam kaynaklar içerisindeki yüzdesini göstermektedir (Ceylan, 2000: 38). İncelenen firmaların kaldıraç oranı ortalama değeri 0,54 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, araştırmaya konu firmalar ortalama olarak varlıklarını finanse etmek için %54 oranında yabancı kaynaklardan faydalanmaktadır.

Kısa vadeli yabancı kaynak oranı, firmanın varlıklarının ne kadarının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Bu oranın yüksek olması, firmanın aktifinde yer alan varlıklarının büyük bir kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir (Akdoğan ve Tenker, 2003: 621). İncelenen firmaların, kısa vadeli yabancı kaynaklar oranını ortalaması 0,32’dir. Buna

göre, firmaların iktisadi varlıklarının %32'sini kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiği görülmektedir.

Firmanın varlıklarının ne kadarlık bir bölümünün uzun vadeli yabancı vadeli kaynaklarla karşılandığını gösteren oran uzun vadeli yabancı kaynaklar oranı olarak ifade edilmektedir. Bu oranın yüksek olması, firmanın kaynakları arasında kullandığı uzun vadeli oranın önemli bir yere sahip olduğunu göstermektedir (Akdoğan ve Tenker, 2003:621). Araştırmaya konu firmaların, uzun vadeli yabancı kaynaklar oranının ortalama değeri 0,23 olarak belirlenmiştir. Bu durumda incelenen firmaların iktisadi varlıklarının ortalama olarak %23'ünü uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse ettikleri söylenebilmektedir.

Toplam borç/toplam özsermaye oranı, finansal riskin bir göstergesi olarak tanımlanmakta ve finansal yapı içinde işletme borçlarının öz kaynağa oranla ağırlığını göstermektedir. Bu oranın 1,5 olmasının ideal olduğu ancak 2'nin üzerinde olması durumunda riskin çok arttığı bir göstergesi olarak değerlendirildiği ifade edilmektedir (Aktan ve Bodur, 2006: 61). İncelenen firmaların toplam borç/toplam özsermaye oranı ortalamasının 1,72 olarak elde edildiği görülmektedir.

Jarqu-Bera değerinde  $H_0$  hipotezi normal dağılımı ifade ederken,  $H_1$  hipotezi dağılımın normal olmadığını göstermektedir. Jarqua-Bera olasılık değeri %5 veya %1 anlam değerinde önem taşıması durumunda  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir (Özbostancı ve Durgun Kaygısız, 2019: 7). Kaldıraç oranı ve uzun vadeli yabancı kaynaklar oranı serilerinde, normal dağılımın olup olmadığını göstergesi konumunda olan Jarque-Bera olasılık değerinin kritik değer olan 0,05'ten yüksek olduğu ve bu serilerin normal dağılıma uydukları tespit edilmiştir. Buna karşın, PD/DD, piyasa değeri, kısa vadeli yabancı kaynak oranı ve toplam borç oranına ilişkin serilerin ise Jarque-Bera olasılık değerleri kritik değer altında olduğu için bu seriler normal dağılıma uymamaktadır.

## 7.2. Panel Veri Modelinin Seçimi

Yatay kesit boyutunun büyük bir popülasyondan rastgele seçilmesi durumunda, tesadüfi etkiler modelinin uygun olduğu ifade edilmektedir. Yatay kesit boyutunun belirli bir firma veya ülke gibi bir grup içinden belirlenmesi durumunda ise sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu belirtilmektedir. Hausman (1978) tarafından önerilen test ise, sabit ve tesadüfi etkiler modelinin tahmin edicilerin belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır (Baltagi, 2005: 11-19). Ancak, araştırmacılar bunu reddederek, sabit veya tesadüfi etkiler modeli arasındaki seçim olarak yorumlamışlardır (Baltagi, 2005: 19, Aktaran, Beckett vd., 1988: 472-492). Bu araştırmanın yatay kesitini, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar oluşturmaktadır. Bu firmalar rassal olarak belirlenmemiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi BİST'de belirli kriterleri sağlayan firmalar bir araya getirilerek oluşturulmuştur. Dolayısı ile bu endekste yer alan firmalar rassal endekste yer almamaktadır. Firmaların kurumsal yönetim endeksinde yer alabilmesi için ortak bazı özellikleri taşıması gerekmektedir. Bir başka ifade ile firmalar rassal olarak seçilmemiştir. Bu nedenle bu tez çalışmasında tesadüfi etkiler modeli değerlendirmeye alınmamış, burada belirtilen kriterler dikkate alınarak sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Panel veri analizinde “klasik model”, “sabit etkiler modeli” ve “tesadüfi etkiler modeli” arasında seçim yapılırken genel olarak tüm gözlemlerin birim ve/veya zaman etkilerinin var olmadığı düşünülürken ise, klasik modelin daha uygun bir model olduğu söylenebilmektedir. Birim ve/veya zaman etkilerinin var olduğunun düşünülmesi durumunda sabit ya da tesadüfi etkiler modelinin uygun olduğu söylenebilmektedir.

“Klasik model”, “sabit etkiler modeli” ve “tesadüfi etkiler modeli” arasında hangisinin kullanılması gerektiği bahsedilen şekilde önsel olarak yapılabilmekte ya da bir takım testler yapılarak da belirlenebilmektedir. Yapılan testler sonucunda modeller arasında karar vermek daha sağlıklı olabilmektedir. Bahsedilen testler arasında klasik modelin geçerliliğini sınamak amacıyla F Testi ve Olabilirlik Oranı (LR) testleri yer almaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 167-168). Bu kapsamda ilk olarak F testi uygulanmış ve elde edilen bulgulara çalışmanın bundan sonraki bölümünde yer verilmiştir.

### 7.2.1. F Testi

F testi, klasik modelin var olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılmakta ve verilerin birimlere göre değişiklik gösterip göstermediğini test etmektedir. Verilerin birimlere göre değişiklik göstermemesi durumunda klasik modelin uygun olduğu söylenebilmektedir. F testinin boş hipotezi  $H_0 : \beta_i = \beta_0$  olarak ifade edilebilmektedir.  $H_0$  hipotezinin kabul edilmesiyle, klasik model tercih edilebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 168).

F testi ile sabit etkiler modeline karşı klasik modelin uygulanıp uygulanamaması gerektiği sınanmıştır. Bu amaçla ilk olarak birim etkinin varlığı sınanmış ve elde edilen bulgulara Tablo 7.2’de yer verilmiştir.

Tablo 7. 2. Birim Etkinin Varlığını Sınamak İçin F Testi Sonuçları

<i>F Testi</i>	<i>F Testi İstatistiği</i>		<i>Olasılık Değeri</i>	
Model 1	<b>F(25, 126)</b>	16,98	<b>Prob &gt;F</b>	0,0000***
Model 2	<b>F(25, 126)</b>	59,81	<b>Prob &gt;F</b>	0,0000***

Birim etkinin varlığını sınamak için gerçekleştirilen F testi sonucuna göre, birim etkinin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi reddedilerek Model 1 ve Model 2’de birim etkilerinin var olduğu belirlenmiştir. Bu durumda, klasik modelin uygun olmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo 7. 3. Zaman Etkinin Varlığını Sınamak İçin F Testi Sonuçları

<i>F Testi</i>	<i>F Testi İstatistiği</i>		<i>Olasılık Değeri</i>	
Model 1	<b>F(5, 146)</b>	0,15	<b>Prob &gt;F</b>	0,9810
Model 2	<b>F(5, 146)</b>	0,42	<b>Prob &gt;F</b>	0,8327

Zaman etkinin varlığını sınamak için yapılan F testi sonucuna göre, zaman etkinin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi reddedilememekte ve Model 1 ve Model 2 için zaman etkilerinin var olmadığı görülmektedir.

Tüm birim ve/veya zaman etkilerinin var olduğu düşünülürken ise sabit etkiler ya da tesadüfi etkiler modelinin uygun olduğu, birim ve/veya zaman etkilerinin olmadığı düşünülürken ise klasik modelin kullanılmasının uygun olduğu söylenebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 167). Yürütülen F testi sonuçlarına göre, modelde birim etkilerin var olduğu anlaşılmaktadır.

### 7.2.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi

Olabilirlik Oranı (LR) testinde, klasik modelin uygunluğunu sınanan ana hipotez  $H_0: \sigma_\mu = 0$ 'dır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 173).

Tablo 7. 4. Birim Etkileri İçin Olabilirlik Oranı Testi

Olabilirlik Oranı (LR) Testi	LR Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	Chibar2(01) 125,67	Prob > chi2 0,0000***
Model 2	Chibar2(01) 256,28	Prob > chi2 0,0000***

Birim etkilerin varlığını sınamak amacıyla gerçekleştirilen Olabilirlik Oranı (LR) testinin sonuçları incelendiğinde, birim etkilerin sıfıra eşit olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek Model 1 ve Model 2 için birim etkilerinin var olduğu ve klasik modelin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 7. 5. Zaman Etkileri İçin Olabilirlik Oranı Testi

Olabilirlik Oranı (LR) Testi	LR Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	Chibar2(01) 0,00	Prob > chi2 1,0000
Model 2	Chibar2(01) 0,00	Prob > chi2 1,0000

Zaman etkilerin varlığının sınaması amacıyla gerçekleştirilen Olabilirlik Oranlı (LR) test sonuçları dikkate alındığında, zaman etkilerin sıfıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi Model 1 ve Model 2 için reddedilememektedir. Bu durumda modellerde zaman etkilerinin var olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

### 7.3. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Test Edilmesi ve Tahmin Sorunları

Panel veri modelleri bir takım temel varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımların başında varyansın sabit olduğu, otokorelasyon sorununun bulunmadığı varsayımları yer almaktadır. Bunun yanı sıra yatay kesit bağımlılığının da incelenmesi gerekmektedir. Bu varsayımlar tahmini gerçekleştirilen modelin tutarlı ve etkin sonuç vermesini engellemektedir. Sabit etkiler modelinde değişen varyans sorunu değiştirilmiş Wald testi, yatay kesit bağımlılık sorunu Pesaran (2004) CD Test, Friedman Sıra Testi ve Frees Q Testi, otokorelasyon sorunu Baltagi Wu LBI ve Durbin-Watson ile sınanabilmektedir (Güriş, 2018: 75). Bu nedenle çalışma kapsamında öncelikle bu testler yürütülerek panel geçerli panel veri modellerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

#### 7.3.1. Değişen Varyans (Heteroskedastisite) Analizi

Regresyonun hata terimiyle ilgili temel varsayımlardan birisi de sabit varyans hipotezidir. Değişen varyans, sabit varyans varsayımının geçerli olmaması durumudur. Burada söz konusu olan her bir gözlemin varsayımının sabit olması, bir başka ifade ile gözlemlerin varyansının değişmemesidir (Güriş vd., 2017: 238).

Yapılan analiz sonuçlarında değişen varyans sorunu olup olmadığı değiştirilmiş Wald testi ile saptanmaya çalışılmış ve sonuçlara Tablo 7.6' da gösterilmiştir.

Tablo 7. 6. Sabit Etkiler Modelinde Değişen Varyans Test Sonuçları

<i>Değiştirilmiş Wald Testi</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
Model 1	69568,72	0,0000***
Model 2	1727,54	0,0000***

Sabit etkiler modelinde değişen varyans test sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve Model 1 ve Model 2'de birimlere göre değişen varyans sorununun var olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

### 7.3.2. Otokorelasyon Analizi

Tahmin edilen modellerin otokorelasyon problemi içerip içermediğinin belirlenmesi amacıyla Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilen yerel en iyi değişmez (LBI) ve Bhargava, Franzinin ve Narendranathan (1983) tarafından geliştirilen Durbin-Watson otokorelasyon testleri kullanılmıştır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 225). Baltagi-Wu LBI ve Durbin-Watson test sonuçlarının 2'den küçük olması durumunda modelde otokorelasyon sorunundan söz edilebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 214). Modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığını belirlemek amacıyla yürütülen Baltagi ve Wu ve Durbin-Watson testlerinden elde edilen bulgulara Tablo 7.7'de yer verilmiştir.

Tablo 7. 7. Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyon Test Sonuçları

<i>Otokorelasyon Testleri</i>	<i>Baltagi Wu LBI Test İstatistiği</i>	<i>Durbin-Watson Test İstatistiği</i>
Model 1	1,2691	0,8360
Model 2	1,3330	0,7293

Model 1 ve Model 2 için gerçekleştirilen Durbin-Watson ve Baltagi Wu LBI testleri sonucuna göre, test istatistiği 2'den küçük olduğundan otokorelasyon olmadığını ifade eden boş hipotez red edilmiştir. Dolayısıyla her iki modelde de otokorelasyon sorununun var olduğu görülmektedir.

### 7.3.3. Yatay Kesit Bağımlılık Analizi

Sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını belirlemek amacıyla bir takım testler yapılmaktadır. Bu testler arasında Pesaran (2004) CD testi, Friedman Sıra testi ve Frees (1995) Q testleri yer almaktadır. Bu testlerde temel hipotez birimler arası korelasyonun var olmadığı yönündedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018:228). Çalışma kapsamında yürütülen Model 1 için Pesaran (2004) CD testi, Friedman Sıra testi ve Frees (1995) Q test istatistiklerine Tablo 7.8'de yer verilmiştir.

Tablo 7. 8. Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları (Model 1)

<i>Yatay Kesit Bağımlılık Testleri</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
Pesaran (2004) CD Testi	0,704	0,4814
Friedman (1937) Sıra Testi	8,593	0,9991
Frees (1995) Q Testi	1,351	Alpha =0,10 0,4127
		Alpha =0,05 0,5676
		Alpha =0,01 0,9027

Model 1 için gerçekleştirilen testlerin sonuçları incelendiğinde Pesaran (2004) CD sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilememekte ve dolayısıyla modelde birimler arası korelasyon bulunmamaktadır. Friedman (1937) Sıra testi sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilememekte ve dolayısıyla modelde birimler arası korelasyon bulunmamaktadır. Frees (1995) Q testi sonucuna göre ise, test istatistiği kritik değerden büyük olduğu için  $H_0$  reddedilmektedir. Buna göre, birimler arası korelasyon olduğu belirlenmiştir. Bu çalışmada Frees (1995) Q testi esas alınarak Model 1'in otokorelasyon sorunu içerdiği yargısına ulaşılmıştır. Model 2 için, Pesaran (2004) CD testi, Friedman Sıra testi ve Frees (1995) Q test istatistiklerine Tablo 7.9'de yer verilmiştir

Tablo 7. 9. Sabit Etkiler Modelinde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları(Model 2)

<i>Yatay Kesit Bağımlılık Testleri</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>	
Pesaran (2004) CD Testi	6,084	0,0000	
Friedman (1937) Sıra Testi	16,505	0,8989	
		Alpha =0,10	0,4127
Frees (1995) Q Testi	2,881	Alpha =0,05	0,5676
		Alpha =0,01	0,9027

Model 2 için gerçekleştirilen yatay kesit bağımlılığı test sonuçları incelendiğinde Pesaran (2004) CD sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Dolayısı ile Model 2'de birimler arası korelasyon olduğu anlaşılmaktadır. Friedman (1937) Sıra testi sonucuna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilememekte ve dolayısıyla modelde birimler arası korelasyon bulunmamaktadır. Frees (1995) Q testi sonucuna göre ise, test istatistiği kritik değerden büyük olduğu için  $H_0$  reddedilmektedir. Buna göre birimler arası korelasyon olduğu anlaşılmaktadır. Frees (1995) Q ve Pesaran (2004) testleri esas alınarak Model 2'nin otokorelasyon sorunu içerdiği yargısına ulaşılmıştır.

#### **7.4. Dirençli Tahminciler ile Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin İncelenmesi**

Yürütülen testler modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunu olduğunu göstermiştir. Sabit etkiler modelinde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunları olması durumunda dirençli standart hataların elde edilmesi için Driscoll-Kraay (1998) tahmincisi kullanılabilir. Zaman boyutunun büyük olması durumunda, Driscoll-Kraay (1998) parametrik olmayan zaman serisi kovaryans matris tahmincilerinin uzamsal ve dönemsel korelasyonun tüm genel formları için dirençli olacak biçimde geliştirilmiştir. Bu tahmin yöntemi büyük T ve N olması halinde bile değişen varyans varlığında tutarlı, uzamsal ve dönemsel korelasyonun genel formlarında dirençli standart hatalar üretmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 276). Driscoll-Kraay (1998) tahmincisi ile model 1 için yapılan analiz sonuçlarına Tablo 7.10'da yer verilmiştir.

Tablo 7. 10. Model 1 Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Sonuçları

<i>Değişkenler</i>	<i>Katsayı</i>	<i>Dirençli Standart Hata</i>	<i>t- istatistiği</i>	<i>P Değeri</i>
<b>C</b>	0,0790	1,0264	0,08	0,939
<b>KO</b>	-2,2022	0,2527	-8,71	0,000***
<b>KVYKO</b>	2,5899	1,4645	1,77	0,089*
<b>UVYKO</b>	2,5931	1,4312	1,81	0,082*
<b>TBO</b>	0,8116	0,0707	0,08	0,939
<b>R<sup>2</sup></b>	0,1389			
<b>Olasılık</b>	0,0000***			

**Bağımlı Değişken:** PD/DD **Tahminci:** Driscoll-Kraay Tahmincisi

**Örneklem Periyodu:** 2012-2017, **Yatay Kesit Sayısı:** 26, **Toplam Gözlem Sayısı:** 156

**Not 1:** Tabloda; Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı (PD/DD), Kaldıraç Oranı (KO), Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (KVYKO), Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (UVYKO) ve Toplam Borç/Toplam Özsermaye Oranı (TBO) ile gösterilmektedir.

**Not 2:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5, %1 düzeylerinde anlamlı olduklarını göstermektedir.

Analiz sonuçlarına göre modelin anlamlılığını gösteren olasılık değerine bakıldığında modelin %99 güven aralığında anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bağımsız değişkenlerin firma değerinde meydana gelen değişimleri açıklama gücü %13,89 olarak belirlenmiştir

Model 1 için katsayılar yorumlandığında kaldıraç oranındaki 1 birimlik artışın firma değerini 2,20 birimlik azalttığı görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar oranındaki 1 birimlik artışın firma değerinde 2,58 birimlik artışa sebep olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynaklar oranındaki 1 birimlik artışın ise firma değerinde 2,59 birimlik bir artışa sebep olduğu dikkat çekmektedir. Modelde yer alan toplam borç oranının ise anlamlı bir faktör olmadığı belirlenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli yabancı kaynaklar oranı ve uzun vadeli yabancı kaynaklar oranı ile piyasa değeri/defter değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Kaldıraç oranı ile piyasa değeri/defter değeri arasında ise negatif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Toplam borç oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Dolayısıyla Model 1 kapsamında oluşturulan Hipotez 1, 2 ve 3 kabul edilirken Hipotez 4 red edilmiştir.

Model 2 için yürütülen Driscoll-Kraay (1998) tahmincisi analiz sonuçlarına Tablo 7.11'de yer verilmiştir.



Tablo 7. 11. Model 2 Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Sonuçları

<i>Değişkenler</i>	<i>Katsayı</i>	<i>Dirençli Standart Hata</i>	<i>t- istatistiği</i>	<i>P Değeri</i>
<b>C</b>	8,5732	0,1857	46,14	0,000***
<b>KO</b>	0,2054	0,0593	3,46	0,002***
<b>KVYKO</b>	0,4909	0,2009	2,44	0,022**
<b>UVYKO</b>	0,8137	0,2856	2,85	0,009***
<b>TBO</b>	0,0513	0,0219	2,35	0,027**
<b>R<sup>2</sup></b>	0,0384			
<b>Olasılık</b>	0,0000***			

**Bağımlı Değişken:** LPD **Tahminci:** Driscoll-Kraay Tahmincisi

**Örneklem Periyodu:** 2012-2017, **Yatay Kesit Sayısı:** 26, **Toplam Gözlem Sayısı:** 156

**Not 1:** Tabloda; Log Piyasa Değeri (LPD), Kaldıraç Oranı (KO), Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (KVYKO), Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (UVYKO) ve Toplam Borç/ Toplam Özsermaye Oranı (TBO) ile gösterilmektedir.

**Not 2:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5, %1 düzeylerinde anlamlı olduklarını göstermektedir.

Model 2 için gerçekleştirilen dirençli tahminci analiz sonuçlarına göre, modelin anlamlılığını gösteren olasılık değeri değerlendirildiğinde Model 2'nin %99 güven aralığında anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bağımsız değişkenlerin firma değerinde meydana gelen değişimleri açıklama gücü %3,84 olarak belirlenmiştir.

Model 2 için katsayılar yorumlandığında kaldıraç oranındaki 1 birim artışın firma değerini 0,20 birimlik artırdığı görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar oranındaki 1 birimlik artışın firma değeri üzerinde 0,49 birimlik artışa sebep olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynaklar oranındaki 1 birimlik artışın ise firma değeri üzerinde 0,81 birimlik artışa sebep olduğu dikkat çekmektedir. Modelde yer alan toplam borç oranındaki 1 birimlik artış ise, 0,05 birimlik artışa neden olmaktadır.

Model 2 için gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre, kaldıraç oranı, kısa vadeli yabancı kaynaklar oranı, uzun vadeli yabancı kaynaklar oranı, toplam borç oranı ile piyasa değeri arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Model 2 kapsamında oluşturulan Hipotez 5, 6, 7 ve 8 kabul edilmiştir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Firma değeri ve sermaye yapısı etkileşimi finans teorisinde üzerinde en çok tartışılan konular arasında yer almaktadır. Sermaye yapısı üzerinde etkili olan çok sayıda faktör olabileceği düşünüldüğünde firmaların sermaye yapılarının birbirlerinden farklılık göstermesi beklenen bir sonuç olarak karşımıza çıkabilmektedir. Sermaye birleşiminin farklı yönlerden firmaları etkisi altına alma ihtimali, sermaye yapısı kavramının ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Sermaye yapısı ile ilişkilendirilen kavramların başında firma değeri kavramı gelmektedir. Günümüzde yöneticilerin firma değerini odak noktasına alan politikaları yakından takip ettikleri gözlemlenmektedir.

Geçmiş çalışmalar incelendiğinde söz konusu etkileşimi açıklamaya yönelik önemli finans teorilerinin geliştirildiği ve firmalar üzerindeki etkilerinin ortaya konulması amacıyla farklı ülke örnekleri üzerinde çok sayıda ampirik araştırma yürütüldüğü görülmektedir. Bu teorilerin ve araştırmaların büyük bir bölümü sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini belirlemeyi amaçlamışlardır. Ancak, gelinen noktada, sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisini açıklamaya yönelik teorilerin birbirleri ile uyumsuzluklar içerdiği görülmektedir. Ayrıca, konu üzerindeki ampirik bulguların da çelişkili olduğu dikkat çekmektedir. Bu nedenle, konu üzerinde henüz kesin bir yargıya varılamadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Dolayısı ile konu üzerindeki çalışmaların nicelik ve nitelik olarak geliştirilmesinin teorisinin bir sonuca ulaşmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Türkiye üzerine yürütülen geçmiş çalışmalar incelendiğinde söz konusu ilişkiyi ampirik olarak inceleyen çalışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir. Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisini BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmalar için inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu nedenle, bu çalışmanın literatüre önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapısının yönetilmesi açısından diğer firmalardan ayrıştığı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim, firmaların amaçlarına verimli bir şekilde ulaşmasında rol oynayan bir faktör olarak ifade edilmektedir. Bu kavram son zamanlarda önemli bir hale gelmiştir (Oral vd., 2007: 126). Kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olması, sermaye maliyetinin düşük olmasına, krizlerin daha kolay bir şekilde atlatılmasına, finansman olanaklarının ve likiditenin artmasına neden olduğu ifade edilmektedir (Dağlı vd., 2010: 19). Buna göre, yatırımcılar tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının önemli olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olduğu firmalara yatırım yapmak isteyebilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapılarının firma değerine etkisi yöneticiler ve yatırımcılar tarafından önemli görüldüğü söylenebilmektedir.

Bu noktadan hareketle bu tez çalışmasının amacı, Türkiye'de 2012-2017 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde sürekli faaliyette bulunan 26 firmanın, sermaye yapıları ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi incelemek olarak belirlenmiştir. Bu çalışmada, sermaye yapısını temsil eden bağımsız değişkenler geçmiş araştırmalar dikkate alınarak kaldıraç oranı, kısa vadeli yabancı kaynak oranı, uzun vadeli yabancı kaynak oranı ve toplam borç/ toplam özsermaye oranı, firma değerini temsil eden bağımlı değişkenler ise piyasa değeri ile piyasa değeri/ defter değeri oranı olarak belirlenmiştir. Söz konusu ilişkiyi ortaya koyabilmek amacıyla panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışma kapsamında sabit etkiler (fixed effect) modeli ile

tahminleme yapılırken modellerde hata terimine ilişkin değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon sorunları tespit edilmiştir. Modellerde tahmin edilen değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon problemleri neticesinde panel standart hataları düzelteren dirençli tahminciler kullanılarak modellerin tahmini gerçekleştirilmiştir.

Elde edilen bulgular, sermaye yapısının temsilcisi olarak ele alınan piyasa değeri/ defter değeri oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla kaldıraç oranının artması PD/DD oranının azalmasına neden olmaktadır. Kaldıraç oranı ile firma değerinin bir diğer temsilcisi olarak ele alınan piyasa değeri arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Kaldıraç oranının artması firmaların değerinin artmasına neden olmaktadır. Bu konuyla ilgili olarak gerçekleştirilen geçmiş çalışmalar incelendiğinde bu tez çalışmasında elde edilen bulguların bazı çalışmalarda elde edilen bulgular ile çeliştiği görülmektedir. Yener ve Karakuş (2012), kaldıraç oranı ile firma değeri arasında anlamlı ilişkinin var olmadığı bulgusuna ulaştıkları görülmektedir. Dolayısı ile bu çalışmada elde edilen bulguların Yener ve Karakuş (2012) tarafından yürütülen çalışmada elde edilen bulgular ile çeliştiği söylenebilmektedir. Ancak, Yener ve Karakuş (2012) tarafından yürütülen çalışmanın BİST 100 Endeksi üzerinde yürütülmüş olmasının elde edilen farklı sonuçlar üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Çalışmadan elde edilen bir diğer bulgu da kısa vadeli yabancı kaynak oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişkidir. Buna göre, kısa vadeli yabancı kaynak oranının yükselmesi firma değerinin de artmasına sebep olmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynak oranı ile firma değerinin temsilcisi olarak alınan piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki pozitif yönlü ilişkinin bir diğer firma değerinin temsilcisi olan piyasa değeri için de geçerli olduğu görülmektedir. Buna göre, kısa vadeli yabancı kaynak oranının yükseliş göstermesi firmanın piyasa değerinin de artmasına neden olmaktadır. Elde edilen bu bulgunun yürütülen geçmiş çalışmalardan elde edilen bulgular ile karşılaştırıldığında kısa vadeli yabancı kaynak oranı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını ortaya koyan Meder Çakır ve Küçükkaplan (2012) ile çelişmektedir. Ancak, Meder Çakır ve Küçükkaplan (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmanın BİST’de 2000-2009 yılları arasında işlem gören üretim firmalarına uygulanmış olmasının farklı sonuçlar üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Yürütülen analizler sonucunda uzun vadeli yabancı kaynak oranı ile piyasa değeri/defter değeri oranı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle, uzun vadeli yabancı kaynak oranı firma değerini etkilediği söylenebilmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynak oranı ile firma değerinin temsilcisi olarak alınan bir diğer değişken olan piyasa değeri arasındaki ilişkinin de pozitif yönlü olduğu belirlenmiştir. Dolayısı ile firma değerinin her iki temsilcisi için de aynı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Buna göre, uzun vadeli yabancı kaynak oranı firma değerini etkilemektedir. Bu konu ile ilgili geçmiş çalışmalar incelendiğinde bu çalışmada elde edilen bulguları destekleyen bir takım bulgulara ulaşıldığı görülmüştür. Kutukız vd., (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada uzun vadeli yabancı kaynak oranı ile firma değeri arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin var olduğunu belirlenmişlerdir.

Toplam borç oranı ile firma değerinin temsilcilerinden birisi olan piyasa değeri/defter değeri oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna göre, toplam borç/toplam özsermaye oranında meydana gelen artış veya azalışlar, piyasa

değeri/ defter değeri oranı üzerinde herhangi bir etki yaratmayacaktır. Yılmaz (2017) tarafından yürütülen çalışmada toplam borç/toplam öz sermaye arasında anlamlı olmayan bir ilişkinin var olduğunu belirlemiştir. Toplam borç oranı ile firma değerinin bir diğer temsilcisi olan piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Bu konu ile ilgili Kutukız vd., (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada toplam borç oranı ile firma değeri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu belirlenmiştir.

Genel olarak ifade edilirse; PD/DD bağımlı değişkeni ile yapılan analiz sonuçlarını ele aldığımızda, firmaların pasifinde yer alan kalemlerinin kısa vadeli yabancı kaynak veya uzun vadeli yabancı kaynakla karşılanması firma değerini artırması beklenmektedir. Ancak firma yöneticileri finansmanı sadece borçla sağlaması durumunda firmanın değerinin düşmesine neden olacaklardır. Bu nedenle firma yöneticileri, finansman sağlarken özkaynaktan da yararlanmalıdır. Piyasa değeri bağımlı değişkeni ile yürütülen analiz sonuçlarını değerlendirdiğimizde, örneklem kapsamındaki firmaların finansmanı borçla karşılanması firma değerini yükselteceği yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Yürütülen panel veri analizlerinde, genel olarak değerlendirildiğinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapılarının firma değeri üzerinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç literatürde yer alan Net Gelir Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım görüşünü desteklemektedir.

Finans literatüründe sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili Türkiye için yürütülen çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu anlamda bu tez çalışmasını, literatürdeki söz konusu eksikliğin giderilmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu nedenle bu çalışmadan elde edilen bulguların literatürün yanı sıra pay senetleri Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören firma yöneticilerine ve bu sektörde yer alan firmalara yatırım yapmayı planlayan yatırımcılara katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Birçok çalışmada olduğu gibi bu çalışmanın da bazı temel kısıtları bulunmaktadır. Bu çalışmanın temel kısıtı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan firmalara uygulanmış olmasıdır. Dolayısı ile elde edilen bulguların bu endekste yer alan firmalar açısından geçerli olup BİST'de yer alan tüm şirketleri temsil etmemektedir. Konu ile ilgili gerçekleştirilecek olan gelecek çalışmalarda bu çalışmanın kapsamının ve dönemlerinin genişletilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Ayrıca BİST'de yer alan farklı endeksler ve farklı analiz yöntemleri üzerine yürütülen çalışmalar neticesinde karşılaştırılabilir sonuçlara ulaşılabileceği düşünülmektedir.

## KAYNAKLAR

- ABDİOĞLU, H., 2016. Uygulamalı Genel Muhasebe, Dora Basım, Bandırma, 398s.
- ABDİOĞLU, N., ve DENİZ D., 2015. “Borsa İstanbul’da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri”, Sosyoekonomi Dergisi, 23 (26), ss. 195-213.
- AKBULAK, Y., 2003. “Örnek Uygulamalarla Şirket Değerlemesi”, Vergi Dünyası Dergisi, 22 (263), ss. 188-192.
- AKDOĞAN, N., ve SEVİLENGÜL, O., 2007. Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara, 935s.
- AKDOĞAN, N., ve TENKER, N., 1994. Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Mali Tablolar ve Oran Analizi, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, İstanbul, 601s.
- AKDOĞAN, N., ve TENKER, N., 2003. Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 8. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 1012s.
- AKGÜÇ, Ö., 2006. Mali Tablolar Analizi, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 646s.
- AKGÜÇ, Ö., 1994. Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 957s.
- AKGÜÇ, Ö., 1998. Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 991s.
- AKPINAR, O., 2016. “Sermaye Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (11), ss. 290-302.
- AKSOY, A., ve YALÇINER, K., 2008. İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 7446s.
- AKTAN, B., ve BODUR, B., 2006. “Oranlar Aracılığı ile Finansal Durumunuzu Nasıl Çözümlersiniz? “Küçük İşletmeler İçin Bir Rehber””, Journal of Yaşar University, 1 (1), ss. 49-67.
- AKYÜZ, K. C. ve YILDIRIM, İ., 2019. “Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi; Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama”, Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi, 7 (3), ss. 1778-1792.
- ALBAYRAK, A. S., ve AKBULUT, R., 2008. “Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (22), ss. 425-446.
- ALKAN, G. İ., ve DEMİRELİ, E., 2007. “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri Ve Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9 (2), ss. 27-39.
- ALSU, E., 2017. “Sermaye Yapısının Kârlılık Üzerindeki Etkisi: BIST 100 Üzerine Panel Veri Analizi”, Gaziantep University Journal of Social Sciences, 16 (2), ss. 303-312.
- ANTWI, S., MILLS, E. F. E. A., ve ZHAO, P. X., 2012. “ Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana”, International Journal of Business and Social Science, 22 (3), ss. 103-111.
- ATA, H. A., ve AĞ, Y., “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, (11), ss. 45-60.
- ATABEY, A. N., PARLAKKAYA, R., ve ALAGÖZ, A., 2009. Genel Muhasebe Dönem Sonu İşlemleri, Atlas Kitabevi, Konya, 592s.
- ATAMAN, Ü., 2010. Genel Muhasebe, 8. Baskı, 1. Cilt, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 478s.

- AY, F., 2018. “Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Çimento Şirketleri Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- AYDIN, N., CEYLAN, A., BAŞAR, M., COŞKUN, M., ve BAKIR, H., 2009. Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 323s.
- AYDIN, N., BAŞAR, M., ve COŞKUN, M., 2009. Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, 1. Baskı, Ankara, 266s.
- AYDIN, Y., 2012. “Firma Değerleme Yöntemi”, Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1 (1), ss. 87-110.
- BAKIR, H., ve ŞAHİN, C., 2009. Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi, Detay Yayıncılık, Ankara, 182s.
- BALTAGI, H. B. 2005. Econometric Analysis of Panel Data, 3. Baskı, İngiltere, 302s.
- BAŞKENT, 03.07.2019, [www.baskent.edu.tr](http://www.baskent.edu.tr).
- BECKETTI, S., GOULD W., LILLARD, L., ve WELCH, F., 1988. “The Panel Study of Income Dynamics After Fourteen Years: An Evaluation”, Journal of Labor Economics, ss. 472–492.
- BELKAYALI, N., 2004. “Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BERK, N., 2002. Finansal Yönetim, 6. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 524s.
- BHARGAVA, A., FRANZINI, L., ve NARENDRANATHAN, W., 1982. “Serial Correlation and the Fixed Effect Model”, Oxford University Press and The Review of Economic Studies, 49 (4), ss. 533-549.
- BOLAK, M., 2010. İşletme Finansı, Birsen Yayınevi, İstanbul, 282s.
- BORSA İSTANBUL [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com), (03.03.2019).
- BORSA İSTANBUL, <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> , (10.01.2020).
- BOZ, M. F., 2016. “Petrol Arama ve Üretim Şirketlerinin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi: TP ve Dünyadaki Beş Büyük Petrol Arama ve Üretim Şirketinin Karşılaştırmalı Analizi”, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BRIGHAM, E. F., ve HOUSTON, J. F., 2004. Fundamentals of Financial Management, Concise 4th Edition, Mason Ohio: South-Western Educational Publication.
- BÜKER, S., AŞIKOĞLU, R., ve SEVİL, G., 2011. Finansal Yönetim, 7. Baskı, Sözkese Matbaacılık, Ankara, 664s.
- BÜYÜKKONUKLU, B., 2011. “Firma Değeri ile Sermaye Yapısının İlişkinin Matematiksel Modellerle İncelenmesi”, Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.
- CEMALCILAR, Ö., ve ERDOĞAN, N., 1997. Genel Muhasebe, Beta Basım, İstanbul, 630s.
- CEYLAN, A., 2000. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, Bursa, 493s.
- CEYLAN, A., 2003. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, Bursa, 611s.
- CEYLAN, A., ve KORKMAZ, T., 2015. İşletmelerde Finansal Yönetim, 14. Baskı, Ekin Kitabevi, 664s.
- CHAMBERS, N., 2005. Firma Değerlemesi, Avcıol Basım Yayın, 1. Baskı, İstanbul, 336s.
- CORTEZ, M. A., ve SUSANTO, S., 2012. “The Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies”, Journal of International Business Research, 11 (3), ss. 121-134.

- ÇABUK, A., ve LAZOL, İ., 2008. Mali Tablolar Analizi, Nobel Basımevi, Ankara, 298s.
- ÇALDAĞ, Y., ve AYANOĞLU, Y., 2002. Genel Muhasebe, Gazi Kitabevi, Ankara, 440s.
- ÇALI, M., 2015. “Türkiye’de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler”, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- ÇAM, A. V., 2014. “Politik Riskin Firma Değeri ile İlişkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 15 (1), ss. 109-122.
- ÇATAL, M. F., 2014. “Küresel Finansal Krizin BİST’ de İşlem Gören Otomotiv Sektörünün Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 18 (2), ss. 179-197.
- ÇELİK, C., 2019. “Türkiye İl Gruplarındaki Konut Satışlarının İncelenmesinde Kümeleme ve Panel Veri Analizi”, Doktor Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- DAĞLI, H., AYAYDIN, H., EYÜBOĞLU, K., 2010. “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (48), ss. 18-31.
- DEESOMSAK, R., PAUDYAL, K., ve PES CETTO, G., 2004. “The Determinants Of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region”, Journal of Multinational Financial Management, 14, ss. 387-405.
- DEĞİRMEN, S., ve GÜNDOĞDU, Y., 2010. “Türkiye’de İhracat Yapan Firmaların Stratejileri”, İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi”, 1 (4), ss. 1-18.
- DEMİRHAN, D., 2009. “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 9 (2), ss. 677-697.
- DİKMEN, B., 2012. “Şirket Değerlemesi Nedir, Bir Şirketin Değeri Nasıl Tespit Edilir?”, Vergi Dünyası Dergisi, 31 (365), ss. 34-43.
- DURUKAN, M. B., 1998. “Makro Ekonomik Değişkenlerin Türk Firmalarının Finansal Yapısına Etkileri: Zaman Serisi Analizinden Kanıtlar 1975-1997”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi (Haziran), ss. 43-54.
- DÜZER, E., 2008. “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- EGE, İ., ve BAYRAKDAROĞLU, A., 2008. “Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 22 (2), ss. 379-395.
- EGE, İ., ve NUR TOPALOĞLU, T., 2017. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5 (2), ss. 471-492.
- EKİCİ, H., 2013. “Şirket Değerleme Kavramı, Değerleme Kavramının Farklı Alanlar Açısından İncelenmesi ve Değerlemenin Hukuksal Boyutu”, Vergi Sorunları Dergisi, (303), ss. 161-168.
- ERCAN, M. K., ve BAN, Ü., 2014. Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 373s.
- ERCAN, M. K., ÖZTÜRK, M. B., KÜÇÜKKAPLAN, İ., BAŞCI, S. E., ve DEMİRGÜNEŞ, K., 2006. Firma Değerlemesi Banka Uygulaması, Literatür Yayınları, İstanbul, 132s.

- ERCAN, M. K., ÖZTÜRK, M. B., ve DEMİRGÜNEŞ, K., 2003. Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, 202s.
- ERDEM, Ü., 2015. “TFRS Uygulayan İşletmelerde Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- ERDOĞAN, M., 1990. İşletme Finansmanı, Diyarbakır, 302s.
- ERDOĞAN, M., 1997. Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 570s.
- ERDOĞAN, M., 2009. Finansal Yönetim, Aktif Yayınevi, Erzurum, 346s.
- EROL, M., 2008. Finansal Muhasebe, Orion Kitabevi, Ankara, 276s.
- ESER, A., 2011. “Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- FIRATOĞLU, B., 2005. Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, ss. 1-39. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/937> (24.04.2020).
- FİNNET, Financial Information News Network, <https://www.finnet.com.tr/FinnetStore/tr/>, 05.04.2019.
- FREES, E. W., 1995. “Assessing Cross-sectional Correlation in Panel Data”, Journal of Econometrics, (69), ss. 393-414.
- FUMANİ, M. A., ve MOGHADAM, A., 2015. “The Effect of Capital Structure on Firm Value , The Rate of Return on Equity and Earnings Per Share of Listed Companies in Tehran Stock Exchange”, Research Journal of Finance and Accounting, 6 (15), ss. 50-57.
- GİB, Gelir İdare Başkanlığı, <https://www.gib.gov.tr/fileadmin/mevzuatek/eski/muhsisteb1ekmuh5c.htm>, (15.01.2020).
- GÖKÇEN, G., 2007. Genel Muhasebe İlkeler ve Tekdüzen Hesap Planı Uygulamaları, Beta Basım Yayım, 1. Baskı, 380s.
- GÖKÇEN, G., 2009. Genel Muhasebe İlkeler ve Tekdüzen Hesap Planı Uygulamaları, Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 392s.
- GÜCENME, Ü., 2000. Mali Tablolar Analizi, Marmara Kitabevi, 3. Baskı, Bursa, 298s.
- GÜCENME, Ü., 2005. Mali Tablolar Analizi ve Enflasyon Muhasebesi, Aktüel Yayınları, İstanbul, 416s.
- GÜÇLÜ, F., ÇİÇEK, H., ve BENLİ, T., 2006. Tekdüzen Muhasebe Sistemine Göre Genel Muhasebe, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara, 348s.
- GÜLER, S., 2010. “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına(İMKB) Kayıtlı Küçük Ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15 (3), ss. 353-371.
- GÜNAY, S. G., 2015. Finansal Yönetim, Paradigma Akademi Basım, Çanakkale, 597s.
- GÜNAY, B., 2018. “Firma Değeri ile Performans Ölçüm Yöntemleri Arasındaki İlişki: BİST İmalat Sanayi Örneği”, Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- GÜRBÜZ, A. O., ve ERGİNCAN, Y., 2004. Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 348s.
- GÜRİŞ, S., 2018. “Panel Veri Modelleri”, Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi, Ed.: Selahattin Güriş, Der Yayınları, İstanbul, ss. 3-38.



- GÜRİŞ, S., ÇAĞLAYAN AKAY, E., ve GÜRİŞ, B., 2017. Eviews ile Temel Ekonometri, Der Yayınları, İstanbul, 497s.
- GÜRSOY, C. T., 2012. Finansal Yönetim İlkeleri, Beta Basım, 2. Baskı, İstanbul, 944s.
- HACİRÜSTEMOĞLU, R., TÜRKER, M., PEKDEMİR, R., ve ARSLAN, E., 1996. Örneklerle Tekdüzen Hesap Planı Açıklamaları ve Mali Tablolar, Türmob Yayınları, 2. Baskı, 578s.
- HALAÇ, U., ve DURAK, M. G., 2013. “İMKB’de İşlem Gören İşletmeler için Para Politikası ve Sermaye Yapısı İlişkisi”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 13 (4), ss. 497-504.
- HATİPOĞLU, Z., 2003. İşletme Finansı, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 509s.
- HAUSMAN, J. A., 1978. “Specification Tests In Econometrics”, Econometrica, 46 (6), ss. 1251-1271.
- HUANG, G., ve SONG, F. M., 2006. “The Determinants of Capital Structure: Evidence From China”, China Economic Review, 17, ss. 14-36.
- KAKİLLİ ACARAVCI, S., 2004. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- KALENDEROĞLU, M., 2002. Genel Muhasebe, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 278s.
- KALENDEROĞLU, M., 2003. Genel Muhasebe, Seçkin Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara, 336s.
- KAP, Kamuyu Aydınlatma Platformu, <https://www.kap.org.tr/tr/>, (15.04.2019)
- KARADENİZ, E., KAPLAN, F., ve GÜNAY, F., 2016. “Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma”, Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, 13 (3), ss. 38-55.
- KARAKUŞ, R., 2012. “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelemesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çankırı.
- KARASİOĞLU, F., 2014. Finansal Muhasebe Dönem Sonu İşlemleri-TMS/TFRS Uygulamalı, Nobel Yayın, Ankara, 653s.
- KAVAK, Ş., 2005. Genel Muhasebe, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 449s.
- KAYA, A., 2014. “Menkul Kıymet Piyasaları Ekonomik Büyümenin Bir Dinamiği Midir? Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Panel Veri Analizi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 28 (4), ss. 285-306.
- KENGES, E., 2019. “Ülkelerin Refah Düzeylerini Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Modelleri ile Analizi”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- KISAKÜREK, M. M., ve AYDIN, Y., 2013. “ İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BİST’te Bir Uygulama”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 14 (2), ss. 97-121.
- KIZIL, A., 1996. Genel Muhasebe Dönem İçi ve Dönem Sonu İşlemleri, Der yayınları, İstanbul, 527s.
- KİSHALI, Y., ve İŞIKLILAR, S., 1998. Genel Muhasebe Tekdüzen Hesap Planı ve Muhasebe Hukuku, Beta Yayım, İstanbul, 733s.
- KÖKSAL, B., ORMAN, C., ve ODUNCU, A., 2013. “Determinants of Capital Structure: Evidence From a Major Emerging Market Economy”, Munich Personal RePEc Archive, ss. 1-47.

- KULATI, M. K., 2014. "The Relationship Between Capital Structure and Firm Value For Companies Listed At Nairobi Securities Exchange", Yüksek Lisans Araştırma Projesi, Nairobi Üniversitesi, Nairobi.
- KURTARAN, A., TURAN KURTARAN, A., KURTARAN ÇELİK, M., ve TEMİZER, Z., 2015. "Finansal Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BİST'te Bir Uygulama", Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi, 4 (2), ss. 35-45.
- KUTUKIZ, D., ve TUNÇBİLEK, M., 2007. "Küreselleşme Sürecinde Firma Değeri ve Yönetim Sürecindeki Değişimler", Journal of Azerbaijan Studies, ss. 198-206.
- KUTUKIZ, D., ERGUN, E., ÖZTÜRK, B., ve ÖZDEK, E., 2016. "Sermaye Yapısı ile Firma Piyasa Değeri Arasındaki İlişkinin BİST'te Kayıtlı Turizm Sektöründe Tespitine Yönelik Bir Uygulama", Balkan Sosyal Bilimler Dergisi, ss. 289-297.
- KÜÇÜK ÖZER, H., 2019. "Sermaye Yapısı Kararlarının Finansal Performansa Etkisi: BİST 50 Endeksinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- KÜÇÜKSAVAŞ, N., 1997. Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulaması, Beta Basım Yayın, İstanbul, 553s.
- LAZOL, İ., 2008. Genel Muhasebe, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 13. Baskı, Ankara, 449s.
- LAZOL, İ., 2013. Genel Muhasebe, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 19. Baskı, Bursa, 472s.
- LEVY, H., ve SARNAT, M., 1990. Capital Investment and Financial Decisions, 4. Baskı, UK: Prentice Hall International Ltd., 800s.
- MARKOPOULOU, M. K., ve PAPADOPOULOS, D. L., 2009. "Capital Structure Signaling Theory: Evidence From The Greek Stock Exchange", Portuguese Journal of Management Studies, 14 (3), ss. 217-238.
- MEDER ÇAKIR, H., ve KÜÇÜKKAPLAN, İ., 2012. "İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (53), ss. 69-86.
- MODIGLIANI, F., ve MILLER, M. H., 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, 53 (3), ss. 433-443.
- MUTHAMA, C., MBALUKA, P., ve KALUNDA, E., 2013. "An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya", Journal of Finance and Investment Analysis, 2 (2), ss. 41-62.
- MYERS, S. C., 1984. "The Capital Structure Puzzle", The Journal of Finance, 39 (3), ss. 575-592.
- OKKA, O., 2009. Finansal Yönetim, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 630s.
- OKUYAN, H. A., ve TAŞÇI, H. M., 2010. "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, 4 (1), ss. 105-120.
- ORAL, T., POLAT, E., ve ŞİT, A., 2017. "Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 8 (1), ss. 126-141.
- ÖRTEN, R., 2003. Genel Muhasebe (Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu), G.Ü.İ.İ.B.F. Yayınları, 3. Baskı, Ankara, 648s.

- ÖZALTIN, O., 2006. “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- ÖZBOSTANCI, F., ve DURGUN KAYGISIZ, A., 2019. “Doğrudan Yabancı Yatırımların İhracat Üzerine Etkileri ve Türkiye Üzerine Panel Veri Analizi”, ASSAM Uluslararası Hakemli Dergi, 6 (14), ss. 1-17.
- ÖZDEMİR, M., 1997. Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 570s.
- ÖZULUCAN, A., ÖZDEMİR, F. S., ve ARSLAN, S., 2007. Çözümlü Açıklamalı Dönem İçi ve Dönem Sonu Muhasebe Uygulamaları, Siyasal Kitabevi, Ankara, 979s.
- PADRON, Y. G., APOLINARIO, R. M. C., SANTANA, O. M., MARTEL, M.C.V., ve SALES, L. J., 2005. “Determinant Factors of Leverage An Empirical Analysis of Spanish Corporations”, Journal of Risk Finance, 6 (1), ss. 60-68.
- PAMUKÇU, A. B., 1999. Finans Yönetimi, Der Yayınları, İstanbul, 357s.
- PAZARLIOĞLU, M. V., ve KİREN GÜRLER, Ö., 2007. “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Analizi”, Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi, 44 (508). ss. 35-43.
- PESARAN, M. H., 2004. “General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels”, IZA Discussion Paper Series, ss. 1-39.
- POYRAZ, E., 2008. Finansal Yönetim, Ekin Basım Dağıtım, Bursa, 585s.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., ve JORDAN, B. D., 2003. Fundamentals of Corporate Finance, 6. Baskı, 915s.
- SAĞLAM, N., 2007. Tek Düzen Muhasebe Sistemi ve Uygulaması, Maliye ve Hukuk Yayınları, Ankara, 687s.
- SARIOĞLU, S. E., KURUN, E., ve GÜZELDERE, H., 2013. “Sermaye Yapısı Belirleyicileri: İMKB’de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 13 (4), ss. 481-496.
- SEVİLENGÜL, O., 2000. Genel Muhasebe, Gazi Kitabevi, 9. Baskı, Ankara, 674s.
- SEVİLENGÜL, O., 2009. Genel Muhasebe, Gazi Kitabevi, 15. Baskı, Ankara, 811s.
- SEVİM, U., ve EYÜBOĞLU, K., 2016. “Ticari Banka Performansının İçsel Belirleyicileri: Borsa İstanbul Örneği”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 17 (2), ss. 211-223.
- ŞAMİLOĞLU, F. ve AKGÜN A. İ., 2012. Finansal Yönetim, Lisans Yayıncılık, İstanbul, 488s.
- ŞANLI, D., 2016. “Nitelik Uyarlanmış Beşeri Sermaye Hesaplanması: Bir Panel Veri Çalışması”, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ŞENOL, Z., ve KARACA, S. S., 2017. “Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST Örneği”, Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, 3 (1), ss. 1-18
- TANIŞ, V. N., ve BERİKOL, B. Z., 2012. Genel Muhasebe, Karahan Kitabevi, Adana, 312s.
- TERİM, B., ve KAYALI, C. A., 2009. “Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği”, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7 (1), ss. 125-154.
- TITMAN, S., ve WESSELS, R., 1988. “The Determinants of Capital Structure Choice”, The Journal of Finance, 43 (1), ss. 1-19.

- TKYD, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html> (10.06.2019).
- TOKAÇ, A., 2006. Uygulamacı Gözüyle Yöneticiler İçin Muhasebe ve Finans, Tunca Kitabevi, 1. Baskı, İstanbul, 377s.
- TOPAL, Y., 2006. “İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları Ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (27), ss. 45-70.
- TORAMANLI, G., 2008. Genel Muhasebe, Detay Yayıncılık, Ankara, 209s.
- TORAMANOĞLU, R. E., ve GÖRMÜŞ, Ş., 2018. “Bankacılık Sektöründe Şubeleşmenin Makroekonomik ve Demografik Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi”, Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 6 (2), ss. 1-12.
- TUNÇEL, M. B., 2018. “Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Analiz Edilmesi: BİST Sürdürülebilir Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.
- TÜRK, V. E., 2013. “Finansal Analiz Oranları ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- TÜRKMEN, M., 2011. Genel Muhasebe, İlya İzmir Yayınevi, 1. Baskı, İzmir, 251s.
- TÜRKO, M., 1994. Finansal Yönetim I, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 493s.
- ULUYOL, O., ve TÜRK, V. E., 2013. “Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi Borsa İstanbul (BİST)’da Bir Uygulama”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 15 (2), ss. 365-384.
- USTA, Ö., 2005. İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara, 362s.
- UYSAI, B., 2010. “Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: Sektörel Bir İnceleme”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- UYSAI, T., ve ŞENLİK, M., 2008. Genel Muhasebe, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 284s.
- ÜN, T., 2018. “Stata ve Panel Veri Modellerinin Tahmini”, Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi, Ed.: Selahattin Güriş, Der Yayınları, İstanbul, ss. 43-72.
- ÜN, T., 2018. “Panel Veri Modellerinin Varsayımlarının Testi”, Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi, Ed.: Selahattin Güriş, Der Yayınları, İstanbul, ss.75-90.
- WALL, L. D., 1988. “Leverage Raitos of US Nonfinancial Corporations”, Economic Review, Atlanta Federal Reserve Bank, ss. 12-29.
- WIWATTANAKANTANG, Y., 1999. “An Empirical Study On The Determinants Of The Capital Structure Of Thai Firms”, Pasific-Basin Finance Journal, 7, ss. 371-403.
- WOOLDRIDGE, J. M., 2012. Introductory Econometrics: A Modern Approach, 5<sup>th</sup> Edition, South-Western Cengage Learning, 881s.
- YAKAR, R., 2011. “Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma”, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- YALÇIN, H., 2014. Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama, Uygulama Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 336s.
- YAMAN, B., 2017. “OECD Ülkelerinde İşsizliği Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- YARDIMCIOĞLU, M., 2014. Finansal Muhasebe, Gnc Ofset, Kahramanmaraş, 527s.

- YENER, E., ve KARAKUŞ, R., 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), ss. 75-98.
- YERDELEN TATOĞLU, F., 2016. Panel Veri Ekonometrisi, Beta Basım Yayın, İstanbul, 334s.
- YERDELEN TATOĞLU, F., 2018. Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 334s.
- YILMAZ, H., 2017. “Sermaye Yapısının Firma Değerine ve Performansına Etkisi Ampirik Bir Analiz”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10 (53), ss. 826-838.
- YİĞİT, F., 2016. Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri, Nobel Yayın, Ankara, 109s.
- YURTTADUR, M., 2009. “Kobi’lerde Sermaye Yapısı ve Kâr Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- YÜCEL, A. T., 2011. Genel Muhasebe Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulamaları, Yapım Tanıtım Yayıncılık, İstanbul, 730s.
- YÜKÇÜ, S., 2016. Genel Muhasebe, Altın Nokta Yayınevi, 8. Baskı, İzmir, 1168s.
- YÜKERİ, Y., 2009. “İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’nde Bir Uygulama”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

## ÖZ GEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı – Soyadı : Müge Mürşide MERCİMEK

Doğum Yeri ve Tarihi : Tarsus / 17.11.1993

### Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi,  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme  
Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim  
Dalı

Projeler: BİST Kurumsal Yönetim Endeksindeki  
Firmaların Pay Senedi Getirileri ile Kârlılık  
İlişkisi: Panel Veri Analizi

### İletişim

E-Posta Adresi : Mugemursidemercimek@gmail.com

Tarih :

## EKLER

### Ek 1: 2012-2017 Yılları Arasında Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

Firmalar	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	89.39	93.30	88.31/ 94.20	95.49	95.77	95.77
AG Anadolu Grubu (eski Yazıcılar Holding)	87.75	90.73	85.02/ 91.30	91.69	91.88	92.01
Arçelik A.Ş.	91.07	92.80	87.88/ 94.11	94.80	95.23	95.23
Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	87.73	90.71	85.74/ 90.94	91.33	91.51	92.04
Aygaz A.Ş.	89.57	92.71	89.76/ 92.93	93.58	93.61	93.64
Coca Cola İçecek A.Ş.	88.81	92.01	87.86/ 92.47	94.02	94.48	94.52
Doğuş Otomotiv	78.00	86.30	90.05/ 90.40	94.20	95.10	96.30
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	90.31	91.81	86.46/ 93.53	93.56	93.98	94.06
ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	91.59	91.97	87.25/ 90.22	91.64	91.75	91.79
Global Yatırım Holding A.Ş.	88.04	88.60	88.40/ 88.80	87.92	89.90	90.52
Hürriyet	90.90	90.90	88.69/ 92.96	93.58	92.79	91.27
İhlas Holding	80.94	81.48	78.73/ 78.40	80.38	80.46	81.45
İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	76.75	80.49	77.96/ 77.90	80.60	80.82	81.99
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	85.97	89.12	80.65/ 90.29	90.76	91.24	90.83
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	86.80	91.03	86.44/ 91.99	92.81	93.19	93.32
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	87.73	91.59	86.41/ 91.13	92.00	92.64	92.88
Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	88.67	91.49	86.32/ 90.93	91.78	92.37	92.62
Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	84.39	86.55	82.56/ 90.62	90.90	90.92	91.13
Park Elektrik A.Ş.	88.24	89.80	84.47/89.45	90.29	90.79	90.79
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	92.44	93.97	91.76/ 94.15	95.19	95.35	96.17
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	90.25	91.39	85.77/ 90.09	90.61	91.38	91.48
Turcas Petrol A.Ş.	84.00	87.51	90.90/ 90.90	92.70	93.50	94.86
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	88.01	88.02	83.16/ 87.24	89.08	90.24	91.75
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	89.02	91.04	87.26/ 90.46	90.85	91.49	92.13
Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	91.00	93.43	86.72/ 93.10	94.41	94.15	94.67
Vestel Elektronik	88.32	90.94	90.39/ 89.45	91.24	93.60	94.86

**Kaynak:** 10.06.2019, <http://www.tkyd.org>

**Ek 2: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti-Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları**

<b>FİRMALAR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
HURGZ	0.73	0.58	1.14	0.89	0.99	2.45
TOASO	2.64	3.49	3.56	3.67	4.17	4.61
TTRAK	3.59	4.72	5.82	5.70	5.72	5.35
TUPRS	2.46	2.26	2.25	2.10	2.19	2.93
VESTL	0.47	0.48	1.61	1.12	1.20	1.15
AEFES	2.30	1.42	1.77	1.45	1.13	1.44
OTKAR	4.00	5.71	8.52	8.79	13.18	10.48
PRKAB	1.09	1.29	1.16	1.98	1.46	1.53
TTKOM	3.62	4.31	4.04	3.83	5.46	4.95
TAVHL	2.72	3.14	3.38	2.58	1.70	2.02
LOGO	2.05	2.07	8.10	9.86	8.45	7.04
ARCLK	1.91	2.26	2.33	2.03	2.40	2.11
AYGAZ	1.10	1.16	1.25	1.16	1.32	1.65
CCOLA	4.71	5.73	4.25	2.62	1.96	1.84
DOHOL	0.66	0.63	0.72	0.56	0.77	0.87
TRCAS	0.97	1.02	0.83	0.64	0.62	0.94
AGHOL	0.92	0.87	0.86	0.58	0.56	0.66
IHLAS	1.28	0.99	0.48	0.39	0.47	0.76
IHEVA	0.71	0.65	0.36	0.28	0.30	0.53
PRKME	2.00	1.61	1.21	1.00	0.68	1.40
PNSUT	1.53	1.61	1.81	1.26	1.20	0.81
DOAS	1.36	1.63	2.13	1.78	1.73	1.37
GLYHO	0.54	0.58	0.63	0.59	0.64	1.19
ASELS	2.68	2.77	2.70	2.97	3.44	6.30
ENKAI	1.47	1.79	1.59	1.21	1.13	1.18
PETUN	0.80	1.02	1.15	1.20	1.80	0.84

**Kaynak:** 05.04.2019, [www.finet.com.tr](http://www.finet.com.tr)



### Ek 3: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Kaldıraç Oranları

FİRMALAR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HURGZ	0.52	0.50	0.54	0.60	0.55	0.61
TOASO	0.66	0.68	0.69	0.74	0.75	0.74
TTRAK	0.50	0.50	0.63	0.68	0.70	0.73
TUPRS	0.71	0.76	0.72	0.67	0.74	0.73
VESTL	0.73	0.76	0.81	0.83	0.81	0.84
AEFES	0.42	0.40	0.41	0.43	0.42	0.47
OTKAR	0.77	0.80	0.80	0.85	0.86	0.86
PRKAB	0.69	0.77	0.78	0.77	0.76	1.42
TTKOM	0.62	0.71	0.68	0.81	0.87	0.84
TAVHL	0.76	0.72	0.72	0.75	0.74	0.70
LOGO	0.32	0.53	0.47	0.45	0.50	0.45
ARCLK	0.62	0.64	0.64	0.66	0.64	0.66
AYGAZ	0.19	0.30	0.31	0.33	0.36	0.41
CCOLA	0.55	0.59	0.53	0.54	0.52	0.59
DOHOL	0.53	0.47	0.58	0.59	0.61	0.68
TRCAS	0.32	0.40	0.38	0.41	0.44	0.49
AGHOL	0.71	0.23	0.32	0.51	0.52	0.54
IHLAS	0.57	0.70	0.70	0.74	0.68	0.69
IHEVA	0.28	0.30	0.22	0.23	0.28	0.29
PRKME	0.10	0.11	0.10	0.18	0.12	0.10
PNSUT	0.29	0.30	0.32	0.34	0.36	0.43
DOAS	0.47	0.55	0.56	0.66	0.77	0.74
GLYHO	0.46	0.63	0.71	0.72	0.77	0.64
ASELS	0.62	0.60	0.55	0.55	0.57	0.54
ENKAI	0.35	0.33	0.33	0.28	0.24	0.22
PETUN	0.23	0.25	0.23	0.22	0.23	0.23

Kaynak: 15.04.2019, [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

**Ek 4: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranları**

<b>FİRMALAR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
HURGZ	0.28	0.20	0.32	0.41	0.30	0.33
TOASO	0.41	0.43	0.47	0.46	0.48	0.49
TTRAK	0.33	0.26	0.39	0.42	0.34	0.40
TUPRS	0.49	0.49	0.39	0.35	0.41	0.46
VESTL	0.61	0.65	0.62	0.63	0.56	0.74
AEFES	0.18	0.14	0.12	0.12	0.10	0.20
OTKAR	0.51	0.50	0.51	0.49	0.60	0.53
PRKAB	0.65	0.69	0.71	0.72	0.74	0.70
TTKOM	0.25	0.28	0.21	0.33	0.31	0.30
TAVHL	0.23	0.17	0.13	0.27	0.29	0.30
LOGO	0.24	0.31	0.35	0.41	0.45	0.30
ARCLK	0.39	0.36	0.36	0.38	0.39	0.41
AYGAZ	0.15	0.21	0.21	0.22	0.23	0.26
CCOLA	0.16	0.26	0.20	0.17	0.14	0.31
DOHOL	0.28	0.27	0.29	0.36	0.36	0.46
TRCAS	0.03	0.06	0.06	0.08	0.09	0.11
AGHOL	0.63	0.11	0.16	0.20	0.26	0.25
IHLAS	0.35	0.48	0.36	0.48	0.51	0.54
IHEVA	0.26	0.28	0.19	0.20	0.20	0.23
PRKME	0.06	0.07	0.07	0.14	0.07	0.05
PNSUT	0.22	0.23	0.25	0.27	0.28	0.30
DOAS	0.41	0.44	0.54	0.58	0.76	0.73
GLYHO	0.24	0.21	0.20	0.19	0.27	0.17
ASELS	0.23	0.23	0.24	0.25	0.26	0.24
ENKAI	0.18	0.16	0.17	0.13	0.11	0.12
PETUN	0.18	0.19	0.17	0.17	0.18	0.17

**Kaynak:** 15.04.2019, [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

**Ek 5: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranları**

<b>FİRMALAR</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
HURGZ	0.24	0.29	0.22	0.18	0.25	0.25
TOASO	0.25	0.25	0.21	0.28	0.27	0.25
TTRAK	0.17	0.24	0.25	0.25	0.35	0.33
TUPRS	0.22	0.27	0.33	0.32	0.23	0.26
VESTL	0.11	0.11	0.19	0.20	0.25	0.10
AEFES	0.24	0.26	0.29	0.31	0.32	0.27
OTKAR	0.25	0.30	0.29	0.36	0.27	0.33
PRKAB	0.04	0.08	0.07	0.04	0.02	0.01
TTKOM	0.38	0.43	0.47	0.47	0.56	0.55
TAVHL	0.53	0.55	0.59	0.48	0.45	0.40
LOGO	0.09	0.21	0.12	0.04	0.04	0.15
ARCLK	0.23	0.28	0.29	0.28	0.25	0.25
AYGAZ	0.04	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15
CCOLA	0.39	0.33	0.33	0.37	0.38	0.29
DOHOL	0.25	0.21	0.29	0.23	0.26	0.21
TRCAS	0.29	0.34	0.32	0.32	0.35	0.38
AGHOL	0.07	0.12	0.16	0.31	0.25	0.29
IHLAS	0.22	0.22	0.33	0.25	0.17	0.15
IHEVA	0.03	0.02	0.03	0.03	0.07	0.06
PRKME	0.04	0.03	0.03	0.03	0.05	0.05
PNSUT	0.07	0.07	0.07	0.07	0.09	0.12
DOAS	0.05	0.10	0.02	0.08	0.01	0.01
GLYHO	0.22	0.41	0.51	0.52	0.49	0.46
ASELS	0.38	0.36	0.31	0.29	0.31	0.29
ENKAI	0.17	0.17	0.15	0.14	0.13	0.10
PETUN	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06

**Kaynak:** 15.04.2019, [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

**Ek 6: Ekonometrik Analizde Kullanılan Veri Seti- Toplam Borç/ Toplam Varlık Oranları**

FİRMALAR	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HURGZ	1.08	0.99	1.19	1.47	1.24	1.54
TOASO	1.94	2.12	2.18	2.82	3.00	2.87
TTRAK	0.99	1.01	1.72	2.10	2.29	2.68
TUPRS	2.50	3.11	2.53	2.04	2.82	2.64
VESTL	2.66	3.19	4.34	4.93	4.25	5.08
AEFES	0.72	0.66	0.70	0.75	0.73	0.88
OTKAR	3.29	4.03	4.06	5.54	6.34	6.09
PRKAB	2.18	3.35	3.62	3.29	3.08	2.49
TTKOM	1.67	2.42	2.15	4.16	6.94	5.40
TAVHL	3.19	2.61	2.55	3.06	2.84	2.38
LOGO	0.48	1.11	0.90	0.83	1.00	0.83
ARCLK	1.60	1.76	1.82	1.94	1.82	1.96
AYGAZ	0.24	0.42	0.45	0.50	0.57	0.70
CCOLA	1.23	1.44	1.14	1.16	1.09	1.46
DOHOL	1.12	0.90	1.36	1.45	1.60	2.09
TRCAS	0.48	0.67	0.61	0.69	0.80	0.96
AGHOL	2.40	0.30	0.47	1.05	1.09	1.18
IHLAS	1.33	2.29	2.36	2.79	2.15	2.27
IHEVA	0.39	0.43	0.28	0.29	0.38	0.41
PRKME	0.12	0.12	0.11	0.21	0.14	0.11
PNSUT	0.41	0.42	0.47	0.51	0.57	0.74
DOAS	0.87	120	1.29	1.92	3.34	2.89
GLYHO	0.85	1.72	2.50	2.53	3.27	1.74
ASELS	1.63	1.49	1.25	1.20	1.33	1.16
ENKAI	0.54	0.50	0.50	0.38	0.32	0.28
PETUN	0.30	0.33	0.29	0.28	0.31	0.30

**Kaynak:** 15.04.2019, [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)